

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À MONTRÉAL

MALGRÉ LA DESTRUCTION DE LA VALEUR ACTIONNARIALE, LES
ACTIONNAIRES APPROUVENT LES PROJETS DE FUSIONS-ACQUISITIONS.
COMMENT ARRIVE-T-ON À CE RÉSULTAT?

THÈSE
PRÉSENTÉE
COMME EXIGENCE PARTIELLE
DU DOCTORAT EN ADMINISTRATION

PAR
RAVAONOROHANTA BAKO HARINIVO

JUILLET 2016

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À MONTRÉAL
Service des bibliothèques

Avertissement

La diffusion de cette thèse se fait dans le respect des droits de son auteur, qui a signé le formulaire *Autorisation de reproduire et de diffuser un travail de recherche de cycles supérieurs* (SDU-522 – Rév.10-2015). Cette autorisation stipule que «conformément à l'article 11 du Règlement no 8 des études de cycles supérieurs, [l'auteur] concède à l'Université du Québec à Montréal une licence non exclusive d'utilisation et de publication de la totalité ou d'une partie importante de [son] travail de recherche pour des fins pédagogiques et non commerciales. Plus précisément, [l'auteur] autorise l'Université du Québec à Montréal à reproduire, diffuser, prêter, distribuer ou vendre des copies de [son] travail de recherche à des fins non commerciales sur quelque support que ce soit, y compris l'Internet. Cette licence et cette autorisation n'entraînent pas une renonciation de [la] part [de l'auteur] à [ses] droits moraux ni à [ses] droits de propriété intellectuelle. Sauf entente contraire, [l'auteur] conserve la liberté de diffuser et de commercialiser ou non ce travail dont [il] possède un exemplaire.»

À mon père, parti l'année dernière pour un monde meilleur, qui était pour moi un modèle de rigueur, de détermination et d'ambition. Merci Papa !

REMERCIEMENTS

J'aimerais exprimer ma gratitude envers les personnes sans qui la réalisation de cette thèse n'aurait pas été possible.

Tout d'abord, il y a mon directeur de thèse, Gaétan Breton, professeur au département des sciences comptables. Ses précieuses recommandations, sa disponibilité, ses encouragements et sa confiance ont constitué pour moi un soutien déterminant dans la finalisation de ce travail. Je lui témoigne ici mon plus grand respect. Mes remerciements s'adressent également aux deux membres du comité de thèse, Monsieur Philémon Rakoto de HEC Montréal, et Monsieur Marc Hasbani de l'ESG-UQAM. Qu'ils trouvent ici l'expression de ma profonde gratitude.

Merci aux professeurs, et aux étudiants du Département des sciences comptables avec qui j'ai eu le privilège de collaborer.

Mes remerciements vont à tous les subventionnaires : l'Autorité des Marchés Financiers, la Fondation de l'UQAM (bourse FARE, Robert Sheitoyan, Fusion-Acquisition), la Fondation de l'UQ, Colette Casgrain Charest, Roger Casgrain, Robert Martin, et Robert Pouliot. Les bourses qui m'ont été octroyées constituaient un soutien inestimable non seulement sur le plan financier, mais également sur le plan psychologique. Les stages subventionnés m'ont permis d'avancer dans mes travaux de recherche.

Je saisis cette occasion pour exprimer toute ma reconnaissance envers ma mère. Merci Maman pour ton soutien et tes encouragements. Merci à mes sœurs qui m'ont offert leurs supports inconditionnels, vous êtes les meilleures grandes sœurs au monde. Merci à mes frères, à tous les membres de ma famille et de ma belle-famille, vos pensées et vos prières n'ont jamais cessé de m'accompagner.

Un énorme merci à mon époux, Mparany Raharison. Dans les meilleurs comme dans les pires moments de mon parcours doctoral, tu étais à mes côtés à m'encourager. Merci mon amour ! À nos deux enfants Toky et Mihanta, merci pour votre compréhension, votre patience, et votre intérêt à ce que je fais. Cela m'a fait plaisir de vous expliquer ce qu'une fusion-acquisition mange en hiver. Merci mes chatons !

TABLE DES MATIÈRES

LISTE DES FIGURES	IX
LISTE DES TABLEAUX	X
LISTES DES ABRÉVIATIONS ET ACRONYMES	XIII
RÉSUMÉ.....	XIV
INTRODUCTION.....	1
CHAPITRE I	
CRÉATION DE VALEUR.....	6
1.1 Théories de la synergie.....	9
1.1.1 Théorie néoclassique de l'équilibre économique	11
1.1.2 Théorie des coûts de transaction	12
1.1.3 Théorie évolutionniste de la firme.....	13
1.1.4 Théorie de la dépendance aux ressources.....	15
1.2 Nature et mesure de la valeur en F&A	18
1.2.1. Valeur actionnariale	20
1.2.2 Mesure à court terme	21
1.2.3 Mesure à long terme	23
1.3 Absence de synergie.....	26
1.3.1 Redondance des compétences.....	26
1.3.2 Hausse des coûts de réorganisation	27
1.4 Conclusion.....	29
CHAPITRE II	
LES INTÉRÊTS DES DIRIGEANTS.....	32
2.1 Enrichissement des dirigeants aux dépens des actionnaires.....	32
2.1.1 Théorie de l'agence.....	33
2.1.2 Théorie de l'hubris	34

2.2 Avantages privés retirés des F&A.....	37
2.2.1 Rémunération	37
2.2.2 Fierté, contentement de soi.....	38
2.3 Gouvernance et performance.....	42
2.3.1 Le conseil d'administration.....	45
2.3.2 Efficacité du conseil d'administration.....	47
2.4 Rôle des discours dans l'adhésion des actionnaires aux fusions- acquisitions	51
2.5 Conclusion.....	56
CHAPITRE III	
LA GESTION DES IMPRESSIONS DANS LE CONTEXTE DES FUSIONS- ACQUISITIONS	
	57
3.1 La gestion des impressions en comptabilité.....	58
3.1.1 Les déterminants et les finalités de la gestion des impressions.....	60
3.1.2 La gestion des impressions dans les fusions-acquisitions	61
3.2 Les techniques de gestion des impressions.....	62
3.2.1 Un contenu ciblé	63
3.2.2 Un contenu positif	64
3.2.3 Indicateurs quantitatifs	64
3.2.4 Présentations visuelles et structurelles de l'information.....	67
3.2.5 Attributions causales de la performance.....	69
3.3 Caractéristiques des communications dans les F&A	72
3.3.1 Les principaux destinataires des communications.....	74
3.3.2 Justifier la synergie	75
3.3.3. Cacher les motifs d'agence, susciter l'hubris.....	78
3.4 Conclusion.....	82
CHAPITRE IV	
MÉTHODOLOGIE.....	
	86
4.1. Échantillon	88
4.1.1 Sélection des méga-transactions	89
4.1.2 Les communications volontaires	91

4.2. Identification des thèmes	94
4.3 Encodage des textes	98
4.4 Quantification des variables thématiques	101
4.4.1 Fréquences des thèmes.....	101
4.4.2 Co-occurrence des thèmes.....	103
4.5 Prévisions chiffrées des synergies	106
4.6 Test d'hypothèses	108
4.7 Conclusion	114
CHAPITRE V	
RÉSULTATS	116
5.1. Les destinataires principaux	116
5.2. La configuration thématique des discours	122
5.2.1 Importance de la synergie.....	127
5.2.2 Management et stratégie.....	130
5.2.3 Intérêts matériels et financiers des dirigeants.....	133
5.3. Justification de la synergie	135
5.4 L'hubris dans les discours	137
5.4.1 Lien entre la fréquence du thème « Hubris » et la prime.....	137
5.4.2 Co-occurrence entre l'hubris et les autres thèmes.....	140
5.5. Modèle de classification des discours	144
5.5.1 Vérification des conditions d'application.....	145
5.5.2 Qualité du modèle.....	147
5.5.3 Les facteurs déterminants de l'approbation des transactions.....	149
5.6. Discussion des résultats	153
CONCLUSION	157
APPENDICE A	
SÉLECTION DES MÉGA-TRANSACTIONS	162
APPENDICE B	
LISTE DES ENTREPRISES ACQUÉREUSES AYANT ÉMIS DES COMMUNICATIONS VOLONTAIRES	164

APPENDICE C	
EXEMPLES DE DISCOURS ÉMIS PAR L'ENTREPRISE ACQUÉREUSE.....	168
RÉFÉRENCES.....	172

LISTE DES FIGURES

Figure		Page
1.1	Les types de fusions – acquisitions	7
2.1	Liens entre les motivations théoriques des F&A et de la valeur de l'entreprise acquéreuse	43
2.2	Pertinence de l'analyse de contenu dans le contexte des fusions-acquisitions	52
3.1	Cadre conceptuel de l'analyse de contenu des communications des dirigeants dans les F&A.....	73
3.2	Hypothèses sur le contenu des communications dans les Fusions-Acquisitions.....	83
4.1	Étapes de l'analyse de contenu.....	87
4.2	Étapes du calcul de la fréquence d'un thème	102
4.3	Fréquences des co-occurrences des thèmes	104

LISTE DES TABLEAUX

Tableau	Page
1.1 Les principales théories de synergie.....	17
1.2 Les effets des fusions-acquisitions sur la valeur actionnariale.....	25
1.3 Analyse de la destruction de valeur dans les Fusions-Acquisitions.....	29
2.1 Amélioration des intérêts privés des dirigeants au détriment des actionnaires.....	36
2.2 Les motifs des Fusions-Acquisitions selon les approches d'agence et d'hubris.....	41
3.1 Les manipulations du contenu thématique.....	66
3.2 Les manipulations des présentations visuelles et structurelles.....	69
3.3 Les attributions causales des performances.....	71
3.4 Les synergies en pratique.....	76
3.5 Les intérêts des dirigeants.....	79
3.6 Les différents symptômes de l'hubris.....	81
4.1 Les fusions-acquisitions annoncées entre 2000 et 2013 aux États-Unis.....	88
4.2 Répartition des transactions selon leur valeur respective et sélection de l'échantillon.....	89
4.3 Répartition des transactions par secteur d'activité.....	91

4.4	Nombre de communications selon le dénouement du projet de fusion-acquisition	92
4.5	Comparaison des valeurs des transactions et des valeurs des entreprises acquéreuses selon la politique de communication lors des fusions-acquisitions	94
4.6	Établissement des catégories thématiques	96
4.7	Catégorie thématique	97
4.8	Codage des textes	100
4.9	Les prévisions chiffrées des synergies	107
4.10	Attentes sur les thèmes déterminant l'approbation des transactions	112
4.11	Hypothèses et tests à entreprendre	115
5.1	Les destinataires des discours émis par les dirigeants de l'entreprise acquéreuse	117
5.2	Nombre de discours adressés aux actionnaires de l'entreprise acquéreuse par rapport au nombre de discours adressés aux autres parties prenantes	119
5.3	Comparaison des répartitions des discours selon l'issue de la transaction	120
5.4	Statistiques descriptives des thèmes abordés dans les communications	123
5.5	Classement selon les fréquences des thèmes abordés dans les discours	125
5.6	Analyse comparative des classements des thèmes selon leur fréquence respective	126
5.7	Le thème de la synergie dans les deux groupes de discours	127
5.8	Le thème « Management et stratégie »	130
5.9	Comparaison des fréquences du thème « Intérêts matériels et financiers des dirigeants » selon l'issue de la transaction	133
5.10	Les fréquences des prévisions chiffrées des synergies selon le dénouement de la transaction	136

5.11	Statistique des primes octroyées par l'entreprise acquéreuse.....	138
5.12	Corrélation entre la fréquence du thème « Hubris » et la prime.....	139
5.13	Intensité de la co-occurrence des thèmes.....	141
5.14	Analyse comparative des indices de co-occurrence selon le dénouement de la transaction.....	142
5.15	Matrice de corrélation des variables indépendantes.....	146
5.16	Qualité du modèle.....	148
5.17	Régression logistique de l'issue d'une Fusion-Acquisition.....	150
5.18	Récapitulation des résultats.....	153

LISTES DES ABRÉVIATIONS ET ACRONYMES

ACS	Affiliated Computer Services
ANOVA	Analysis of Variance
AT&T	American Telephone & Telegraph
BHAR	Buy and Hold Return
BHP	Broken Hill Proprietary
BT	British Telecom
CAR	Cumulative Abnormal Return
CEO	Chief Executive Officer
CFR	Code of Federal Regulations
CPA	Comptable professionnel agréé
ECC	EchoStar Communications Corporation
EDGAR	Electronic Data Gathering and Retrieval
F&A	Fusions et Acquisition
FPL	Florida Power & Light
FTC	Federal Trade Commission (États-Unis)
HP	Hewlett-Packard
IAS	International Accounting Standards
KWIC	Key Word In Context
M&A	Merger and Acquisition
NASD	National Association of Securities Dealers
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
PMI	Pointwise Mutual Information
PwC	PricewaterhouseCoopers
RJ Reynolds	Richard Joshua Reynolds
RTZ	Rio Tinto Zinc
SBC	Southwestern Bell Corp
SDC	Securities Data Corporation
SEC	Securities and Exchange Commission
SPSS	Statistical Package for the Social Science
VAN	Valeur Actuelle Nette

RÉSUMÉ

La conclusion qui prévaut dans les travaux de recherche sur les fusions-acquisitions est que leurs effets ne sont pas conformes aux attentes des initiateurs des transactions. Dans 80% des cas, les F&A détruisent la valeur actionnariale de l'entreprise acquéreuse (KPMG, 1999). Elles ne permettent pas non plus à l'entreprise de diminuer son coût du capital (M&A Leadership Council, 2011). Les actionnaires sont perdants, mais ils ont approuvé le processus de F&A à un moment ou à un autre. Les administrateurs qui sont censés représenter leurs intérêts les encouragent à approuver les F&A. Ils octroient de gros bonus aux dirigeants pour avoir fait perdre de l'argent aux actionnaires (Grinstein et Hribar, 2004).

Comment expliquer que les administrateurs et les actionnaires continuent à donner leur accord bien que les F&A soient associées à de piètres performances? Cette situation nous a intrigués. La littérature sur les F&A n'a pas encore de réponse à ce sujet.

En nous référant à la théorie de comportement des agents économiques (Simon, 1976, 2000; Amblard, 2010), si les actionnaires et les administrateurs approuvent les F&A, c'est qu'ils sont convaincus que les F&A sont conformes à leurs intérêts. Si les actionnaires et les administrateurs continuent d'approuver les F&A, c'est peut-être parce qu'on les pousse à croire que c'est une décision rationnelle. Nous faisons ici référence à la gestion des impressions, une pratique qui consiste à manipuler la perception et la décision d'autrui (Merkl-Davies, Brennan et McLeay, 2011). En mettant à contribution la théorie de la gestion des impressions, nous cherchons les explications dans le discours des entreprises acquéreuses. Nous proposons donc une approche d'analyse de contenu des documents que les dirigeants des entreprises acquéreuses émettent pour obtenir l'adhésion des actionnaires et des parties prenantes au projet de F&A.

Tout au long du processus de F&A, les dirigeants de l'entreprise acquéreuse auront à expliquer le projet aux investisseurs et aux autres parties prenantes (État, analystes, clients, employés, le public). Ils ont à les convaincre du bien-fondé du projet afin de recueillir l'assentiment d'une large majorité d'entre eux. C'est à travers le processus discursif que va se construire la compréhension que les actionnaires et les parties prenantes auront de la F&A. Le discours constitue, de ce fait, un élément clé de l'approbation des F&A.

Nous cherchons à comprendre comment les dirigeants construisent leurs discours pour convaincre les actionnaires et les administrateurs d'adhérer au projet de F&A. À notre connaissance, aucune recherche ne s'est encore intéressée à l'analyse des discours émis pour fins de conviction dans l'entreprise acquéreuse. L'analyse de contenu porte sur 1059 communications volontaires adressées par les dirigeants, initiateurs des F&A, aux actionnaires de l'entreprise acquéreuse.

La synergie demeure un critère d'évaluation important des F&A pour les actionnaires. Le résultat le plus saillant de cette recherche est le rôle de l'hubris dans leur processus de décision. Les chercheurs situent exclusivement l'hubris au niveau des dirigeants. Nos résultats indiquent qu'on ne peut pas écarter son rôle au niveau des actionnaires. L'hubris semble constituer un facteur favorisant l'approbation des F&A par les actionnaires quand elle est appliquée à la synergie. Les actionnaires approuvent les F&A qui vont générer une valeur « considérable », « substantielle », ou « gigantesque ». Ils comptent sur une équipe de direction « extraordinaire » pour développer la synergie, et créer une valeur « considérable ». Les actionnaires semblent convaincus que l'hubris ne nuit pas à leur intérêt. Quand on dit que l'hubris est l'une des causes de la destruction de valeur dans les F&A, les dirigeants ne peuvent pas être tenus pour seuls responsables.

MOTS-CLÉS : Fusion-Acquisition, Synergie, Agence, Hubris, Discours, Gestion des impressions, Approbation, Co-occurrence, Analyse de contenu

INTRODUCTION

Selon SDC Platinum de Thomson Reuters, entre 2000 et 2013, près de 121 000 fusions-acquisitions (F&A) ont été annoncées entre des entreprises, publiques ou privées, étasuniennes. 82% d'entre elles ont été complétées. La valeur des transactions varie de 15 000 à 149 milliards de dollars US, pour un total de 17 000 milliards de dollars US. Environ 15 000 entreprises acquéreuses ont conclu plus d'une fusion-acquisition au cours de cette période. Après un ralentissement de trois années consécutives, les transactions de F&A ont repris en 2011 pour atteindre leur plus haut niveau depuis la crise financière de 2008. En 2011, la valeur totale des F&A transnationales s'élevait à 880 milliards de dollars US, soit 50% de plus qu'en 2010, pour une hausse de 3% en volume. Ceci signifie qu'il y a une nette progression des méga-transactions.

La création de valeur est évoquée comme le principal motif des F&A. La valeur en F&A découle théoriquement :

- du pouvoir de marché (Shenoy, 2012);
- des économies d'échelle (Shim, 2011; Shenoy, 2012);
- d'une économie des coûts de transaction (Harford, 2005; Shenoy, 2012);
- de l'exploitation des compétences tacites (Haleblian, Devers, McNamara, Carpenter et Davison, 2009; Nelson et Winter, 1982);
- ou de l'accès aux ressources critiques contrôlées par l'environnement (Pfeffer et Salancik, 2003; Cai et Sevilir, 2012).

Une F&A qui est mise en œuvre pour des motifs de synergie sera accompagnée d'une création de valeur. Les multiples échecs recensés, dans les recherches sur la performance en F&A, semblent cependant en rupture avec le motif de création de valeur. De nombreuses recherches s'accordent à conclure que les F&A détruisent de la valeur plus souvent qu'elles n'en créent (Agrawal, Jaffe et Mandelker, 1992; Bradley *et al.*, 1988). La majorité d'entre elles a établi des rendements qui sont proches de zéro, voire négatifs, sur une période allant d'un à trois ans après les F&A. Les résultats obtenus par André, Kooli et L'Her (2004) en sont une illustration. Ceux-ci montrent une baisse de performance de 0,523% en moyenne par mois sur un horizon de trois ans après la F&A.

Ces résultats corroborent ceux des enquêtes réalisées par les professionnels en F&A auprès des dirigeants des entreprises participantes. La conclusion qui prévaut dans ces travaux est que les résultats des F&A ne sont pas conformes aux attentes des initiateurs des transactions. Les synergies escomptées se concrétisent partiellement. Dans 80% des cas, les F&A ne génèrent pas de la valeur pour les actionnaires (KPMG, 1999). Elles ne permettent pas non plus à l'entreprise de diminuer son coût du capital (M&A Leadership Council, 2011).

Partant du constat que les gains d'efficience attendus ne se matérialisent pas toujours, un deuxième axe de recherches met à contribution les théories qui s'intéressent aux motivations personnelles des dirigeants : théories de l'agence (Jensen et Meckling, 1976) et l'hubris (Roll, 1986). L'hypothèse retenue dans ces recherches met les intérêts des actionnaires en opposition avec ceux des dirigeants. On présume qu'animés par l'opportunisme et par l'égo, les dirigeants font primer leurs intérêts personnels en défaveur des actionnaires (Grinstein et Hribar, 2004; Girma, Thompson et Wright, 2006).

Ces recherches indiquent que les dirigeants sont gagnants dans les F&A. Ils y voient un moyen d'accéder à de meilleures conditions de rémunération (Grinstein et Hribar, 2004; Girma *et al.*, 2006). Il en ressort que la recherche d'intérêts privés peut éventuellement primer sur la performance économique dans la motivation des

dirigeants à entreprendre des F&A. Les actionnaires sont perdants, mais ils ont approuvé le processus de F&A à un moment ou à un autre. Les administrateurs qui sont censés représenter leurs intérêts les encouragent à approuver les F&A. Ils octroient de gros bonus aux dirigeants pour avoir fait perdre de l'argent aux actionnaires (Grinstein et Hribar, 2004). Comment expliquer que les administrateurs et les actionnaires continuent à donner leur accord bien que les F&A soient associées à de piètres performances ? La littérature sur les F&A n'a pas suffisamment d'éléments de réponse à ce sujet.

D'après la théorie de comportement des agents économiques (Simon, 1976, 2000; Amblard, 2010), les actionnaires et les administrateurs approuveront les F&A, s'ils sont convaincus que celles-ci sont conformes à leurs intérêts. Si les actionnaires et les administrateurs continuent d'approuver les F&A, c'est peut-être parce qu'on les pousse à croire que c'est une décision rationnelle. Nous faisons ici référence à la gestion des impressions, une pratique qui consiste à manipuler la perception et la décision d'autrui (Merkl-Davies *et al.*, 2011). En mettant à contribution la théorie de la gestion des impressions, nous cherchons les explications dans les discours des entreprises acquéreuses. Dans un premier temps, nous allons recenser les motifs qui sous-tendent les F&A dans la littérature. Par la suite, nous étudierons comment les dirigeants justifient les F&A sur le terrain.

Cette recherche relève de l'ambition de promouvoir une saine politique de communication dans le contexte de F&A. Tout au long du processus de F&A, les dirigeants de l'entreprise acquéreuse auront à expliquer le projet aux investisseurs et aux autres parties prenantes (État, analystes, clients, employés, le public). Ils doivent les convaincre du bien-fondé du projet afin de recueillir l'assentiment d'une large majorité d'entre eux. C'est à travers le processus discursif que va se construire la compréhension que les actionnaires et les parties prenantes auront de la F&A. Le discours devient, de ce fait, un élément clé du processus d'approbation des F&A. Nous cherchons à comprendre comment les dirigeants construisent leurs discours pour convaincre les investisseurs et les administrateurs d'adhérer au projet de F&A.

À notre connaissance, aucune recherche ne s'est encore intéressée à l'analyse des discours émis pour fins d'approbation dans l'entreprise acquéreuse.

Ce projet fait appel à la méthode d'analyse de contenu des discours (écrits et oraux) des entreprises acquéreuses. Les théories qui sous-tendent les transactions de F&A à savoir la théorie de la synergie (Knight, 1921; Coase, 1937; Williamson, 1989), la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976), et la théorie de l'hubris (Roll, 1986) nous permettent de comprendre les motifs des F&A ainsi que les décisions des actionnaires ou de leurs représentants. Nous nous baserons sur la théorie de la gestion des impressions (Leary et Kowalski, 1990) pour émettre nos hypothèses sur le contenu thématique des discours.

Notre recherche couvre une période de quatorze ans allant de 2000 à 2013 inclusivement, soit après l'entrée en vigueur des règlements étendus sur la divulgation en F&A. Nous avons sélectionné 123 méga-transactions entre des entreprises publiques étasuniennes dont la valeur excède 7.513 milliards de dollars USD. Parmi ces 123 F&A, 95 ont émis des communications volontaires, 28 se tenaient aux formulaires prescrits par la Securities and Exchange Commission (SEC). Notre échantillon est composé de 1574 discours émis dans le cadre de 95 F&A. L'analyse de contenu porte sur les discours s'adressant aux actionnaires de l'entreprise acquéreuse, soit 1059 discours.

Notre recherche contribue à la littérature sur la gestion des impressions en comptabilité de diverses manières. D'abord, la gestion des impressions est étudiée dans un contexte original. On sait peu sur le processus de conviction dans l'entreprise acquéreuse. La seconde contribution est d'ordre méthodologique. Il n'y a pas encore de modèle permettant d'évaluer les motifs des F&A avant qu'elles soient mises en œuvre. Les méthodes existantes sont basées sur l'analyse des rendements (Berkovitch et Narayanan, 1993). Il faut attendre que la F&A soit approuvée et mise en œuvre avant de connaître le motif qui aurait poussé les dirigeants à entreprendre une F&A. Notre recherche vise à combler cette lacune en proposant une méthode dont les investisseurs pourront se servir pour prendre une décision sur la F&A. Enfin,

l'analyse de contenu des discours en F&A peut mener à des points de vue nouveaux sur la compréhension des activités de F&A.

Notre projet de recherche ouvre une discussion sur la finalité de la divulgation, la pertinence de l'information divulguée par l'entreprise dans le contexte d'une F&A et dans tout autre cas de divulgation. Il vise à sensibiliser les investisseurs à l'importance d'un cadre informationnel pour une information suffisante et pertinente lorsqu'ils sont appelés à se prononcer sur un projet économique proposé par les dirigeants.

La suite du texte est structurée comme suit. Dans les deux premiers chapitres, nous discutons des F&A : ses fondements théoriques, l'opérationnalisation des motifs théoriques, et les résultats des tests empiriques. Dans le chapitre III, nous appliquons la théorie de la gestion des impressions au contexte des F&A afin d'y développer nos hypothèses de recherche. Nous présentons notre démarche méthodologique dans le chapitre IV. Les résultats sont présentés et discutés dans le chapitre V. Nous terminons par une conclusion générale, incluant notamment, les limites et les avenues de recherche future.

CHAPITRE I

CRÉATION DE VALEUR

Les activités de Fusion-Acquisition (F&A) ne sont pas récentes. Des entreprises sont acquises par de nouveaux propriétaires depuis toujours et viennent s'ajouter aux portefeuilles de ces « businessmen ». Aux États-Unis, les F&A étaient à l'origine d'une concentration économique importante. La première vague de F&A était marquée par des regroupements d'entreprises industrielles. Aux termes de cette première vague, près de 300 groupes puissants, issus de F&A entre plus de 1800 entreprises, contrôlaient à eux seuls 40% de l'ensemble des actifs de l'industrie étasunienne (Markham, 1955).

Six vagues de F&A se sont depuis succédé suivant des cycles plus ou moins longs, au rythme des fluctuations de l'économie et de l'évolution de l'environnement légal (DePamphilis, 2010; Martynova et Renneboog, 2011). Les F&A constituent depuis cette période un mode de développement caractéristique des entreprises étasuniennes. La création de valeur est le motif le plus souvent évoqué pour justifier les F&A. C'est la création de valeur supplémentaire qui n'aurait pas été obtenue si les entreprises participantes étaient exploitées de façon autonome (Ismail, 2011).

La « fusion-acquisition » recouvre différents mécanismes de regroupement d'entreprises. Les F&A impliquent, à moins d'une participation croisée, des entreprises antérieurement indépendantes et dotées d'une autonomie décisionnelle. Une telle transaction est de nature à modifier sensiblement les configurations organisationnelles des entreprises y prenant part.

Les entreprises prenant part à la transaction ont le choix de continuer l'exploitation :

- au travers de l'une d'entre elles. Les autres entreprises participantes deviennent dans ce cas une partie intégrante de celle qui subsiste (figure 1.1, cas 1) ;
- ou au travers d'une entreprise nouvellement créée (figure 1.1, cas 2). Toutes les entreprises participantes s'en trouveront légalement dissoutes.

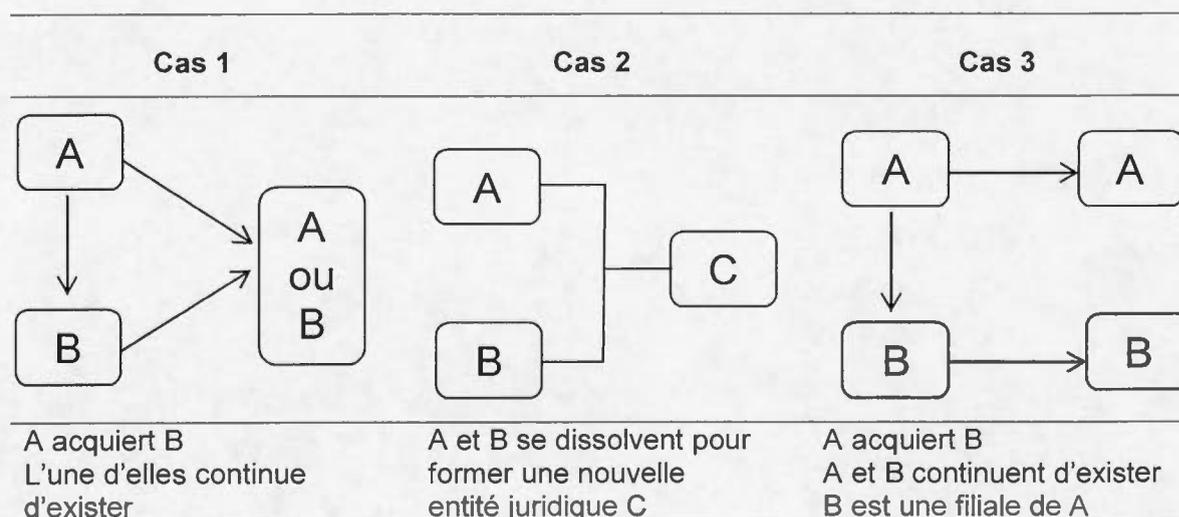


Figure 1.1 Les types de fusions – acquisitions

La première modalité correspond à une acquisition, la deuxième à une fusion. Les deux termes sont utilisés de manière indifférenciée dans les recherches. Par ailleurs, les bases de données sur les F&A ne font pas de distinction entre une fusion et une acquisition. Dans un cas comme dans l'autre, la transaction implique un transfert des droits, avantages et obligations respectifs des entreprises dissoutes à l'entreprise survivante, ou à celle qui résulte de la F&A. Les droits et avantages des entreprises participantes demeurent effectifs dans la nouvelle structure. Toutes les obligations deviennent opposables à cette dernière au même titre que si elle les avait contractées en son propre nom (Gaughan, 2010).

Une autre possibilité de F&A consiste à acheter les actions d'une entreprise cible. Contrairement aux modalités de F&A décrites précédemment, elle n'implique pas le transfert juridique du patrimoine entre les entreprises participantes. Ces dernières conservent leur personnalité juridique respective (figure 1.1, cas 3). L'entreprise acquise demeure une entité distincte de l'entreprise acquéreuse, de sorte qu'il se forme un groupe d'entreprises à l'issue de l'acquisition (Hennart et Reddy, 1997; Mayrhofer, 2004 ; Lee et Lee, 2006).

Le transfert de patrimoine implique pour l'entreprise qui résulte de la F&A une augmentation de capital. Les actionnaires des entreprises acquises cèdent leurs actions à l'entreprise acquéreuse, ou celle nouvellement créée, et reçoivent en échange des paiements en espèces, en actions, ou en une combinaison des deux modalités de paiement. Les actionnaires des entreprises dissoutes se voient octroyer des actions nouvellement émises par celle qui résulte de la F&A, et deviennent actionnaires de cette dernière. Il en résulte une modification de la géographie du capital, et par voie de conséquence, du rapport de forces entre les actionnaires (Gaughan, 2010; DePamphilis, 2010).

Les motifs de F&A peuvent être regroupés autour de trois axes théoriques :

- la synergie se rapporte à la création de valeur. L'approche de la synergie considère l'entreprise comme un lieu de mise en valeur des ressources, et de création ou d'exploitation des compétences (Coase, 1937; Williamson, 1971, 1975, 1989; Penrose, 1959; Nelson et Winter, 1982; Pfeffer et Salancik, 2003);
- la perspective d'agence prend en compte la tension entre les actionnaires et les dirigeants. Elle est de nature essentiellement opportuniste. Elle est basée sur l'hypothèse que les F&A sont mises en œuvre par les dirigeants pour maximiser leurs propres utilités (Jensen et Meckling, 1976);
- l'hypothèse de l'hubris se joint aux deux précédentes pour tenir compte des motivations personnelles des dirigeants, sans toutefois faire appel à l'opportunisme abordé dans la perspective d'agence (Roll, 1986; Hayward et Hambrick, 1997).

On remarque que les F&A servent à satisfaire les intérêts de deux différents groupes d'acteurs économiques : les actionnaires et les dirigeants. L'approche de synergie suggère que les F&A sont avant tout motivées par la création de valeur, et donc par la maximisation de la richesse des actionnaires (Haleblian *et al.*, 2009; Cai et Sevilir, 2012). En revanche, les approches de l'agence (Grinstein et Hribar, 2004; Girma *et al.*, 2006) et de l'hubris (Aktas, de Bodt et Roll, 2009; Ismail, 2011) supposent que les dirigeants entreprennent les F&A pour leurs propres intérêts au détriment des actionnaires (Gorton, Kahl et Rosen, 2009).

1.1 Théories de la synergie

Les théories de la synergie sont associées à la création de richesses pour les actionnaires (Cai et Sevilir, 2012; Shenoy, 2012; Rau et Vermaelen, 1998; Mitchell et Stafford, 2000). La création de valeur est considérée comme le principal motif des F&A. On le voit dans les communiqués de presse, les discours, et dans le site web

des entreprises qui prennent part aux F&A. L'extrait du discours d'AT&T ci-dessous en est un exemple :

The merger is a positive step forward for our company, our customers and the whole industry. The merger will create a stronger, broader company that will be in an ideal position to serve the needs of consumer, business and government customers. [...] AT&T believes this merger will create a strong, financially secure company that will be good for stockholders like you. (AT&T, 2006)

Le lien entre la F&A et la création de valeur se déduit de la synergie qui peut être développée entre les entreprises qui prennent part à la F&A. Cette valeur supplémentaire n'aurait pas été obtenue si les entreprises participantes étaient exploitées de façon autonome. Bradley *et al.* (1988) écrivent:

[...] synergy theory [...] posits that the acquisition of control over the target enables the acquirer to redeploy the combined assets of the two firms toward higher-valued uses. (Bradley et al., 1988, p.4)

Si les synergies se matérialisent comme il se doit, la création de valeur après la F&A devra être plus élevée que la somme des valeurs créées par l'entreprise initiatrice et par l'entreprise cible si elles opéraient de façon indépendante.

Se questionner sur la création de valeur d'une entreprise implique une compréhension de son processus de développement. Une telle analyse prend assise sur les théories qui expliquent la naissance et la croissance des firmes. En nous basant sur le travail de Coriat et Weinstein (1995) et de Demsetz (1997), nous trouvons ces explications dans la théorie néoclassique de l'équilibre économique (Adam Smith), la théorie des coûts de transaction (Coase, 1937; Williamson, 1989), la théorie évolutionniste de l'entreprise (Penrose, 1959; Nelson et Winter, 1982), et la théorie de la dépendance aux ressources (Pfeffer et Salancik, 2003). D'après ces théories, la création de valeur en F&A trouve ses sources dans l'acquisition d'un pouvoir de marché, la réduction des coûts de transaction, et l'accès aux ressources.

1.1.1 Théorie néoclassique de l'équilibre économique

Selon l'approche néoclassique, le fonctionnement optimal du marché implique la concurrence pure et parfaite (Smith, 1776). Le point qui nous intéresse particulièrement dans cette proposition d'Adam Smith, reprise par Knight (1921), est le lien entre la libre concurrence et la structure du marché.

Selon Knight (1921), l'atomicité du marché constitue la première condition d'une concurrence pure et parfaite. Elle se traduit par la présence d'un nombre important d'agents économiques sur le marché, chacun de la taille d'un « atome ». Ainsi, en contexte de concurrence pure et parfaite, l'entreprise s'apparente à un agent économique individuel dont les propres actions ne suffisent pas à influencer de manière notable le fonctionnement du marché. Autrement dit, le jeu de la libre concurrence tend à égaliser la taille des agents économiques sur le marché. Dès lors que toutes les entreprises d'un marché sont d'un poids égal, aucune d'elles n'a de pouvoirs sur d'autres (Coriat et Weinstein, 1995).

Une taille imposante donne aux entreprises la possibilité d'appliquer des prix supérieurs à ceux qui résulteraient du jeu de la concurrence, et d'augmenter les profits indûment. C'est ce à quoi réfère la notion de pouvoir de marché.

[...] the ability of a firm or group of firms within a market to profitably charge prices above the competitive level for a sustained period of time. Although any firm can raise its price, not every firm can profitably do so. (American Bar Association. Section of Antitrust, 2005, p.1)

De contrainte à opportunité, la taille constitue une variable stratégique dans la quête du pouvoir de marché. Il n'existe qu'un moyen pour sortir du lot des agents atomiques : opter pour des stratégies qui accroissent la taille tout en diminuant le nombre d'atomes, la F&A en fait partie (Coriat et Weinstein, 1995). La création de valeur provient donc de la capacité des entreprises d'imposer le prix, et de réaliser le maximum de profit (Eckbo, 1983; Shenoy, 2012). L'obtention d'une taille critique affranchit les entreprises de l'obligation de se soumettre aux règles du marché.

Comme le fait constater McEachern (2011), le pouvoir de marché fait passer l'entreprise de « price taker » à « price maker », dictant ses propres lois sur ce qui n'est plus qu'une apparence de marché.

En dépit d'un air de mimétisme que suggère la multiplication des F&A, elles ont un fondement rationnel dans le domaine de la concurrence. Elles procurent un pouvoir sur d'autres agents économiques (Shenoy, 2012). À notre avis, d'un point de vue macro-économique, cette forme d'enrichissement ne constitue pas réellement une création de valeur. L'enrichissement des actionnaires par une augmentation induite de prix n'est qu'une appropriation de la valeur des consommateurs. Une véritable création de valeur devrait provenir d'une amélioration de l'efficacité, et non d'une création de failles dans un marché.

1.1.2 Théorie des coûts de transaction

Pour Coase (1937), et Williamson (1985, 1989, 1996), la coordination par l'entreprise soustrait les agents économiques aux contrats fugitifs, et les convie à fonctionner sur la base de relations contractuelles durables. Ce mode de fonctionnement réduit les coûts de transaction occasionnés par le marché. Lorsque la série de contrats de courte durée sur le marché est remplacée par un contrat unique à long terme, il en résulte une économie des coûts afférents aux transactions (achat et vente) que l'entreprise fait habituellement sur le marché, mais qu'elle a décidé d'internaliser. C'est l'économie des coûts de transaction qui fait de l'entreprise un mode d'allocation de ressources plus attrayant que le marché (Coase, 1937; Williamson, 1985, 1989, 1996). Aussi, dans une approche basée sur les coûts de transaction, la croissance externe des entreprises répond à une logique de minimisation des coûts de transaction. Les gains d'efficacité obtenus lors d'une F&A correspondent à l'économie des coûts de transaction générée par l'internalisation des activités qui se situaient jusqu'alors en amont ou en aval de leurs activités initiales (Harford, 2005; Nickerson et Zenger, 2008; Shenoy, 2012).

Cependant, l'internalisation a des limites, elle introduit des coûts additionnels liés à la complexité de la gestion d'une multitude d'unités imbriquées (Coase, 1937). Si l'entreprise continue sur sa lancée, il est évident que la complexité de la coordination va en augmentant. Le risque est alors de voir les coûts d'organisation interne annuler, voire dépasser les gains d'efficacité. Coase (1937) et Williamson (1985, 1989, 1996) proposent de gérer l'arbitrage entre l'internalisation des transactions et le recours au marché selon le principe des coûts marginaux. Il convient de calculer le supplément de coûts qu'entraîne l'internalisation d'une transaction supplémentaire, et de choisir l'arrangement contractuel le plus économique. Théoriquement, l'entreprise s'agrandit jusqu'à ce que les coûts d'une transaction supplémentaire qu'elle souhaite internaliser deviennent supérieurs aux coûts de réalisation de cette transaction sur le marché, auquel cas il lui serait profitable de recourir au marché.

1.1.3 Théorie évolutionniste de la firme

Dans la théorie évolutionniste de la firme, les F&A traduisent la volonté des dirigeants des entreprises acquéreuses de créer de la valeur à travers le transfert de compétences entre les entreprises participantes. Les approches que nous avons présentées précédemment ramènent le processus de création de valeur autour du principe d'arbitrage entre l'entreprise et le marché. La théorie évolutionniste de la firme cherche les facteurs de croissance de l'entreprise dans ses caractéristiques distinctives (Nelson et Winter, 1982).

Ce sont les compétences organisationnelles qui distinguent une entreprise d'une autre. Elles se construisent à travers les expériences et les apprentissages, et se transforment progressivement en des règles et des routines spécifiques à l'entreprise.

Nelson et Winter (1982) définissent les routines organisationnelles comme étant:

[...] characteristics of firms that range from well-specified technical routines for producing things, through procedures for hiring and firing, ordering new inventory, or stepping up production of items in high demand, to policies regarding investment, research and development (R&D), or advertising, and business strategies about product diversification and overseas investment. [...] they are selectable in the sense that organisms with certain routines may do better than others. (Nelson et Winter, 1982, p.14)

L'entreprise évolutionniste apparaît ainsi comme un répertoire de compétences. C'est la qualité et la richesse de ses ressources et de ses compétences tacites qui déterminent sa performance (Nelson et Winter, 1982). Au sens métaphorique, il s'agit de l'empreinte génétique de l'entreprise. Elles font partie intégrante de l'entreprise, ce qui les rend difficilement transférables en dehors de leur contexte de création.

Les recherches en F&A qui suivent l'approche évolutionniste considèrent que les F&A sont motivées par l'acquisition des compétences de l'entreprise cible (Coff, 1999; Graebner, 2004; Cefis et Marsili, 2012). Dans le secteur de la haute technologie par exemple où les entreprises sont soumises à de fortes contraintes d'innovation, l'acquisition des ressources par le biais d'une F&A évite à l'entreprise acquéreuse d'être prise de vitesse par les changements technologiques et d'être éjectée du marché (Graebner, 2004; Villalonga et McGahan, 2005). Les F&A permettent de s'approprier des routines qui constituent des sources d'avantages concurrentiels durables, mais qui ne peuvent pas être acquises autrement, car celles-ci sont indissociables de l'entreprise.

Si l'entreprise ne peut pas développer à l'interne les expertises qui lui sont nécessaires pour enclencher le processus d'évolution, il lui faut les acquérir d'une autre entreprise. Pour les entreprises acquéreuses, l'acquisition de nouvelles compétences par l'entremise des F&A constitue de réelles opportunités pour redynamiser les routines actuelles. Les F&A semblent donc suivre une logique d'agglomération de compétences (Cefis et Marsili, 2012; Habib et Mella-Barral, 2013).

1.1.4 Théorie de la dépendance aux ressources

La théorie de la dépendance aux ressources était initialement développée pour donner des explications au phénomène de "interlocking board". Ce dernier se réfère à la situation où un administrateur siège simultanément sur les conseils d'administration de plusieurs entreprises. La théorie de la dépendance aux ressources repose sur l'idée que les organisations sont dépendantes des ressources qui sont présentes dans leur environnement, mais dont l'accès est restreint (Pfeffer et Salancik, 2003). L'importance accordée à une ressource définit le degré de dépendance à l'égard de celui qui en détient le contrôle. La dépendance à une ressource donne alors du pouvoir à l'environnement d'autant plus que les ressources sont rares. Dès lors que cette dépendance existe, les organisations sont appelées à interagir afin d'obtenir les ressources dont elles ont besoin. Il s'établit une interdépendance organisationnelle, et un lien de pouvoir basé sur l'échange des ressources (Pfeffer et Salancik, 2003; Hillman, Withers et Collins, 2009).

D'après Pfeffer et Salancik (2003), la conséquence majeure de l'interdépendance organisationnelle est l'incertitude. Une interdépendance implique qu'une organisation détient un pouvoir sur d'autres organisations faisant en sorte que ces dernières n'aient le contrôle parfait, ni des conditions dans lesquelles elles fonctionnent, ni des résultats qu'elles souhaitent avoir. Plus la dépendance envers une ressource est forte, plus l'organisation se plie à la volonté et aux requêtes de son environnement, il en résulte une perte d'autonomie, et une augmentation de l'incertitude. Et lorsqu'une organisation ne contrôle pas toutes les ressources dont elle a besoin, elle devient vulnérable.

Pour une organisation, le défi consiste à acquérir les ressources qui lui sont nécessaires, et à se défaire des liens de dépendance envers les autres organisations. Les entreprises peuvent gérer la dépendance organisationnelle en privilégiant des arrangements inter-organisationnels qui modifient la distribution du pouvoir à leur avantage. Les F&A en font partie. Le réseau d'administrateurs qui se forme après une

F&A facilite l'accès aux ressources. La performance en F&A s'établit donc à travers le contrôle des ressources critiques (Pfeffer et Salancik, 2003).

Le tableau 1.1 récapitule les logiques des F&A selon les différentes théories de la synergie que nous venons d'étudier. Selon la perspective d'analyse, la création de valeur trouve ses sources dans le renforcement du pouvoir de marché, la réduction des coûts de transaction ou l'accès aux compétences complémentaires.

Tableau 1.1
Les principales théories de synergie

Théorie	Auteur	Firme	Logique des fusions et acquisitions
Théorie néoclassique	Adam Smith (1776), Knight (1921), Coriat et Weinstein, 1995	Entité de production	Économies d'échelle Pouvoir de marché
Théorie des coûts de transaction	Coase (1937) Williamson (1971, 1975, 1985, 1996)	Espace de transactions	Minimisation de la somme des coûts de transaction et d'exploitation
Théorie évolutionniste	Penrose (1952, 1959) Nelson et Winter (1982)	Ensemble de compétences	Accès / Développement de compétences Avantage concurrentiel
Théorie de la dépendance aux ressources	Pfeffer et Salancik (1978)	Entité qui dépend de son environnement	Accès aux ressources contrôlées par l'environnement

1.2 Nature et mesure de la valeur en F&A

L'hypothèse de synergie est traduite de façon évasive par $1+1=3$. Ismail (2011) représente cette création de valeur supplémentaire par la formule :

$$V_e^{(fusionnée)} = V_e^{(acquéreuse)} + V_e^{(cible)} + synergie$$

Si les synergies se matérialisent, les entreprises participantes aux F&A bénéficieront simultanément d'une amélioration de valeur. Les tests empiriques de la synergie en F&A consistent à déterminer si la F&A améliore la valeur de l'entreprise. La création ou la destruction de valeur servira à déterminer le motif qui aurait orienté la décision d'initier des F&A. Nous nous intéressons à ce qui se passe dans l'entreprise acquéreuse.

Nous avons recensé quatre instruments de mesure de la création de valeur en F&A :

- les performances boursières. L'analyse se fait à long ou à court terme (Rau et Vermaelen, 1998; Agrawal *et al.*, 1992; Bradley *et al.*, 1988 ; Dutta et Jog, 2009; Cai et Sevilir, 2012);
- les performances comptables (Healy, Palepu et Ruback, 1992; Zollo et Singh, 2004; Parrino et Harris, 1999);
- la valeur intrinsèque (Guest, Bud et Runsten, 2010);
- l'évaluation par les dirigeants (Schoenberg, 2006, Papadakis et Thanos, 2010).

L'approche boursière repose sur l'évaluation des rendements boursiers anormaux autour de l'annonce de la F&A. L'analyse consiste à étudier l'effet de la F&A, qui est considéré comme un événement à part entière, sur les valeurs actionnariales des entreprises concernées. Ces études dites événementielles se fixent comme objectif d'évaluer l'étendue avec laquelle la performance boursière autour de la date

d'annonce d'un évènement économique s'écarte des rendements normaux, c'est-à-dire les rendements qui auraient été obtenus si l'évènement n'avait pas eu lieu. On présume ainsi que les investisseurs réexaminent leurs attentes en matière de flux financiers à l'annonce de la F&A. Ces attentes se reflètent à travers les cours boursiers (Fama, Fisher, Jensen et Roll, 1969).

L'objectif de l'analyse de la création de valeur par les mesures comptables reste le même que celui des études évènementielles. Il s'agit de déterminer si la F&A contribue à créer un rendement excédentaire pour les entreprises participantes, mais sur la base des performances comptables. L'analyse porte sur le rendement de l'actif, le rendement des capitaux propres (Zollo et Singh, 2004) ou le flux de trésorerie (Healy *et al.*, 1992; Ghosh, 2001). L'argument principal en faveur de la méthode comptable est que l'analyse se base sur l'effet concret, et non l'effet anticipé, de la F&A sur la performance de l'entreprise (Healy *et al.*, 1992).

L'analyse fondamentale a pour but de déterminer la valeur intrinsèque de la F&A. Elle repose sur deux principaux éléments : les profits futurs que l'entreprise pourrait extraire de la F&A dans les prochaines années, et le coût du capital qui correspond à l'exigence des investisseurs (Guest *et al.*, 2010). L'objectif de l'approche est d'évaluer la valeur actuelle de la richesse qui sera générée par la F&A et qui revient exclusivement aux actionnaires. C'est une approximation de la formule actualisant tous les *cashflows* futurs générés par l'entreprise.

L'évaluation par les dirigeants consiste à demander aux dirigeants de se prononcer sur la réussite de la F&A par rapport aux objectifs et attentes initiaux qu'ils ont eus à l'égard des F&A. Les dirigeants sont invités à évaluer la création de valeur à l'aide d'un certain nombre de dimensions qui va au-delà de la performance financière et comptable. Les questions sur les facteurs non financiers peuvent porter sur leur satisfaction personnelle, le développement du personnel, ou à la position concurrentielle de leur entreprise (Schoenberg, 2006; Papadakis et Thanos, 2010). Cette approche se désolidarise donc des méthodes qui sont centrées sur la valeur économique de la F&A.

On ne peut pas nier la pertinence de l'approche de la valeur fondamentale. Dans une logique d'investissement, un projet (une fusion-acquisition) crée de la valeur si sa valeur nette actuelle (VAN) est positive. Toutefois, sa mise en œuvre comporte une difficulté majeure : l'estimation des flux futurs. Elle repose sur un éventail d'hypothèses relatives aux flux monétaires futurs et au taux d'actualisation. Quant à l'évaluation de la création de valeur par les dirigeants, le principal risque de cette méthode est la subjectivité de l'évaluation. Il est nécessaire d'avoir plusieurs répondants si on veut avoir des évaluations fiables.

Les risques et les difficultés liés à la mise en œuvre de l'analyse fondamentale et de l'évaluation subjective de la création de valeur expliquent pourquoi la quasi-totalité des recherches sur les performances en F&A a recours aux mesures de performance dites objectives : les rendements boursiers et comptables. Ce constat est conforme aux résultats obtenus par Cording, Christmann et Weigelt (2010). 92% des recherches qu'ils ont recensées ont recours à au moins l'une de ces approches. Le rendement boursier constitue toutefois la méthode prisée par les chercheurs pour mesurer la création de valeur en F&A.

1.2.1. Valeur actionnariale

L'approche boursière fait référence à une valeur actionnariale. Le choix d'un indicateur de création de valeur fondé sur la valeur actionnariale suggère que toute décision financière ou stratégique prise dans l'entreprise doit à terme créer de la richesse pour les actionnaires (Rau et Vermaelen, 1998; Agrawal *et al.*, 1992). Ce choix confère aux actionnaires une primauté sur toutes les autres parties prenantes. Dans cette logique, la performance de l'entreprise se confond avec la richesse des « propriétaires ». Notons que ce n'est là que le biais fondamental de nos systèmes comptables, qui, au lieu de mesurer la richesse créée par l'entreprise, mesurent ce qui revient aux actionnaires ordinaires. Toutes les mesures de valeur ajoutée ont été éliminées par les normes comptables internationales, qui montrent ainsi la profonde colonisation anglo-saxonne dont elles ont été l'objet.

L'analyse boursière repose sur l'évaluation des rendements excédentaires enregistrés par les entreprises participantes autour de l'annonce de la F&A, l'évènement. Si les rendements boursiers réels s'écartent significativement de ce que l'entreprise aurait obtenu sans la F&A, il en résulte des rendements anormaux qui sont attribués aux F&A (Dutta et Jog, 2009). Une F&A qui est initiée pour des motifs de synergie se traduira sur le marché par des rendements positifs et significatifs, et donc par un accroissement de la richesse des actionnaires. Les performances anormales sont évaluées à court ou à long terme.

1.2.2 Mesure à court terme

L'approche à court terme présume que la nouvelle information s'intègre rapidement dans le prix, et que les investisseurs seraient en mesure d'appréhender les flux financiers futurs à l'annonce de l'évènement (Fama *et al.*, 1969). La performance de la F&A est généralement évaluée à partir de la méthode d'accumulation des rendements anormaux (CAR-Cumulative Abnormal Returns). Les rendements anormaux périodiques sont cumulés sur une fenêtre d'observation qui varie de 1 à 30 jours de part et d'autre de la date d'annonce de la F&A (Bradley *et al.*, 1988; Cai et Sevilir, 2012; Alexandridis, Fuller, Terhaar et Travlos, 2013).

La recherche de Bradley *et al.* (1988) figure parmi les premiers travaux qui cherchaient à quantifier les gains de synergie après une F&A. Selon leurs résultats, la valeur actionnariale de l'entreprise acquéreuse s'apprécie en moyenne de 0,79%. Cette hausse est relativement modeste en comparaison avec celle des entreprises cibles qui s'établit à 28%. Non seulement la hausse est modeste, mais elle se renverse en présence d'offres concurrentes. En effet, la valeur actionnariale de l'entreprise acquéreuse enregistre une baisse de 0,70% quand elle est en compétition avec d'autres entreprises.

Les recherches plus récentes obtiennent des résultats similaires. Dans, Cai et Vijn (2007), les rendements anormaux des entreprises acquéreuses se situent en

moyenne à -3%. S'agissant de l'entreprise cible, la moyenne des rendements anormaux est de 17,94%. Alexandridis *et al.* (2013) constatent les mêmes résultats. Les entreprises acquéreuses enregistrent une baisse de performance de -1,51 % en moyenne. Pour ce qui est de l'entreprise cible, le rendement excédentaire moyen est de 20,32%. L'une des particularités de la recherche d'Alexandridis *et al.* (2013) est qu'elle propose d'exprimer la variation de rendement constatée en valeur monétaire. Leur analyse permet d'estimer l'effet de la F&A sur le montant de la richesse des actionnaires. Ils constatent que l'acquisition d'une entreprise de taille moyenne fait perdre en moyenne 0,62 million de dollars US aux actionnaires de l'entreprise acquéreuse. La baisse de valeur est estimée à 518 millions pour l'acquisition d'une entreprise de grande taille.

Les rendements anormaux de l'entreprise acquéreuses sont proches de zéro, voire négatifs (Bradley *et al.*, 1988; Cai et Vijh, 2007; Alexandridis *et al.*, 2013). Cela revient à dire que les F&A détruisent la valeur actionnariale de l'entreprise acquéreuse. Des remarques doivent cependant être émises à l'endroit des études évènementielles à court terme. Elles se tiennent à l'annonce de la F&A. En conséquence, aucune synergie n'a encore pu opérer ailleurs que dans l'esprit des investisseurs et des analystes. Il s'agit d'une évaluation des conséquences économiques de la F&A par les investisseurs en fonction des informations qui leur sont révélées à l'annonce de la transaction. On prétend que les investisseurs savent tout à l'instant même de l'annonce de la F&A. On retrouve ici la notion de rationalité omnisciente (Coriat et Weinstein, 1995). Cette forme de rationalité est remise en question dans les situations complexes. Maines et McDaniel (2000), Elliott (2006), et Hales (2007), par exemple, ont montré que la capacité des investisseurs à analyser une situation, et à discerner la meilleure option diminue avec le degré de complexité de l'information qui leur est présentée.

Les F&A constituent pourtant des transactions importantes et complexes. À l'annonce de la transaction, l'investisseur n'a le plus souvent qu'une vision fragmentaire et simplifiée de la F&A. La plupart du temps, les entreprises participantes n'étaient même pas liées. Il serait difficile pour les investisseurs d'évaluer adéquatement l'incidence

des F&A au moment où celles-ci sont rendues publiques. Les dirigeants mentionnent d'ailleurs dans leurs discours qu'il faut un certain délai avant que la synergie ne commence à se préciser. Nous avons ci-après deux extraits de discours des entreprises acquéreuses concernant la synergie.

[...] usually a two-year timeframe is a reasonable period of time to try to execute on these sorts of synergies. (Liberty Global-Virgin Media, 2013)

[...] there are a host of clearly identified operational synergies from integration of operations that will be executing over the remainder of this year and going forward. We are on plan with these synergy initiatives, they are on track, and they will begin to build momentum in the second half of the year. (SBC-AT&T, 2005)

Les études évènementielles à court terme risquent en conséquence de conduire à des conclusions erronées sur la création de valeur.

1.2.3 Mesure à long terme

L'approche à long terme part de l'hypothèse que le marché réévalue continuellement les performances générées par les F&A (Rau et Vermaelen, 1998; Oler, Harrison et Allen, 2008). En d'autres termes, il faut un certain laps de temps avant que les impacts de la F&A soient intégrés dans la valeur actionnariale. L'évaluation de l'incidence des F&A sur la performance de l'entreprise se précise à mesure que des informations additionnelles sont révélées durant le processus de F&A. Les études évènementielles à long terme retiennent une fenêtre d'observation élargie variant de 1 à 60 mois de part et d'autre la date d'annonce de la F&A (Barber et Lyon, 1997; Dutta et Jog, 2009).

Quelques recherches conduites dans les années 80-90 sont considérées comme étant des références incontournables dans l'étude de la performance en F&A. Il s'agit des recherches de Loughran et Vijh (1997), Rau et Vermaelen (1998), et Agrawal *et al.* (1992).

Loughran et Vijh (1997) montrent que pendant les cinq ans qui suivent la F&A, les entreprises acquéreuses réalisent une performance qui est inférieure de 25% à celle des entreprises semblables. Rau et Vermaelen (1998) notent que la sous-performance est plus marquée dans les F&A initiées par les entreprises "glamour". À cause des rendements qu'elles ont réalisés dans le passé, le marché a tendance à surévaluer la valeur des F&A initiées par ces entreprises. Les rendements observés autour de la date d'annonce de la F&A sont généralement supérieurs à la normale. Mais la tendance s'inverse rapidement, et la baisse de performance devient de plus en plus marquée sur le long terme.

Les résultats obtenus par Agrawal *et al.* (1992) indiquent que les actions de l'entreprise acquéreuse perdent 10,26 % ($p < ,05$) de leur valeur au bout de cinq ans après la F&A, le rendement médian au cours de la même période est de -7,5%. L'échantillon d'Agrawal *et al.* (1992) couvre une période de 33 ans, allant de 1955 à 1987, et englobe entièrement celui que Bradley *et al.* (1988) utilisent pour l'évaluation des rendements anormaux à court terme. Une analyse globale des résultats de ces deux recherches conduit à conclure que la baisse de rendement que subissent les entreprises acquéreuses n'est pas que temporaire.

Dans les recherches plus récentes, Oler *et al.* (2008) constatent une baisse de performance de -7,83% en moyenne sur une fenêtre de trois ans après la F&A. Oler *et al.* (2008) se demandent si la mauvaise performance en F&A ne résulte pas d'un manque d'expérience des dirigeants dans les F&A. Contrairement à leurs attentes, la performance à long terme de l'entreprise diminue avec le nombre de F&A qu'elle a conclu auparavant. La baisse de performance est de 9,58% pour chaque F&A conclue au cours des 3 années qui ont précédé la F&A courante.

Le tableau 1.2 récapitule les résultats des tests empiriques de la création de valeur en F&A que nous venons d'analyser.

Tableau 1.2
Les effets des fusions-acquisitions sur la valeur actionnariale

	Conclusion	Recherches
Court terme	Création de valeur	<ul style="list-style-type: none"> Bradley <i>et al.</i> (1988) : Acquéreuse : hausse de rendement de 0,79% en absence d'offres concurrentes, baisse de rendement de 0,70% en présence d'offres concurrentes Cible : Hausse de rendement de 28%
	Destruction de valeur	<ul style="list-style-type: none"> Cai et Vijh (2007) : Acquéreuse : baisse de rendement de 3% Cible : Hausse de rendement de 17,94%. Alexandridis <i>et al.</i> (2013) : Acquéreuse : baisse de rendement de 1,51 % Cible : Hausse de rendement de 20,32%
Long terme		<ul style="list-style-type: none"> Loughran et Vijh (1997) : rendement des entreprises acquéreuses 25% inférieur en point de pourcentage des rendements des entreprises similaires non-acquéreuses au bout de 5 ans
	Destruction de valeur	<ul style="list-style-type: none"> Rau et Vermaelen (1998) : destruction de valeur importante pour les entreprises "glamour" Agrawal <i>et al.</i> (1992) : baisse de rendement de 10,26 % à 5 ans Oler <i>et al.</i> (2008) : baisse de performance de - 7,83% au bout de 3 ans. Baisse de rendement supplémentaire de 9,58% pour chaque F&A supplémentaire conclue durant la même période

La synergie est évoquée comme le principal motif des F&A, les tests empiriques leur donnent cependant une tout autre image. Une analyse globale des résultats basés sur les mesures de performance à court terme et à long terme conduit à conclure que les F&A font perdre de l'argent aux actionnaires de l'entreprise acquéreuse, et que la

baisse de rendement n'est pas que temporaire. La destruction de valeur se poursuit sur le long terme.

Ce ne sont pas toutes les entreprises acquéreuses qui voient leur valeur actionnariale baisser après les F&A. Dans ces recherches, on parle de rendements moyens. Une moyenne négative indique toutefois que les F&A détruisent plus souvent de la valeur pour les entreprises acquéreuses qu'elles n'en créent. Les enquêtes réalisées par des professionnels en F&A auprès des dirigeants des entreprises participantes parviennent à des conclusions similaires (KPMG, 1999; M&A Leadership Council, 2011). Dans 80% des cas, les F&A ne génèrent pas de la valeur pour les actionnaires.

Des chercheurs ont confronté les résultats des tests empiriques de création de valeur

1.3 Absence de synergie

Des chercheurs ont confronté les conclusions des tests empiriques de la création de valeur en F&A aux sources théoriques de la synergie en F&A pour expliquer la destruction de valeur dans les F&A (Sears et Hoetker, 2014; Zollo et Singh, 2004).

1.3.1 Redondance des compétences

Sears et Hoetker (2014) analysent la performance en F&A dans le secteur de la haute technologie où les entreprises sont soumises à de fortes contraintes d'innovation. Ils examinent le lien entre la performance en F&A et les caractéristiques des compétences transférées entre les entreprises participantes. Si la rareté et l'inimitabilité des ressources constituent les principales sources d'avantages compétitifs, la performance en F&A sera déterminée par le potentiel technologique de l'entreprise après la transaction (Nelson et Winter, 1982; Dosi, Teece et Winter, 1990).

Leurs résultats indiquent que la destruction des valeurs se produit dans les cas où les compétences de l'entreprise acquéreuse et de l'entreprise acquise sont redondantes. Le problème de redondance se pose lorsque les compétences initiales de l'entreprise acquise sont remplacées par celles de l'entreprise acquéreuse ou tout simplement rejetées (Zollo et Singh, 2004). Le remplacement des compétences initiales de l'entreprise acquise, si elles sont bonnes, n'est pas cohérent avec le motif de création de valeur. Il n'y a aucun intérêt à entreprendre une F&A si c'est pour se retrouver avec les mêmes compétences. Il est peu probable que des compétences qui sont fortement similaires à ce que l'entreprise acquéreuse possède déjà fournissent de nouvelles opportunités de développement.

Le remplacement des compétences de l'entreprise acquise par celles de l'entreprise acquéreuse peut signifier tout simplement que les entreprises participantes n'ont pas les compétences nécessaires pour exploiter les synergies potentielles. Alternativement, cette décision suggère que l'entreprise acquéreuse ne cherche pas particulièrement à tirer profit des compétences spécifiques de l'entreprise acquise.

1.3.2 Hausse des coûts de réorganisation

Les recherches de Gorton *et al.* (2009), Shim (2011), et Cai et Sevilir (2012) montrent que la destruction de la valeur survient le plus souvent dans les méga-transactions, ou lorsque l'entreprise acquéreuse est déjà d'une taille importante relativement à ses concurrents. Ces entreprises disposent déjà d'un certain pouvoir de marché.

Selon Gorton *et al.* (2009), les F&A mises en œuvre par des entreprises qui sont déjà parmi les plus grandes semblent avoir été initiées par les dirigeants pour protéger leurs intérêts personnels plutôt que pour améliorer la position oligopolistique de l'entreprise. En effet, ces transactions sont caractérisées par un octroi d'avantages privés élevés aux dirigeants.

Shim (2011) explique la destruction de valeur dans les méga-transactions par l'arbitrage entre les avantages générés par les F&A et les coûts supplémentaires liés à la complexité de la gestion et des problèmes d'intégration post-F&A. Il constate une réduction significative de l'efficacité en matière de coût et de revenu de l'entreprise acquéreuse. La majorité des F&A se trouverait donc dans une situation où les gains relatifs à la synergie ne couvrent plus les risques associés à la croissance de l'entreprise. En dépassant la taille optimale, les coûts générés par l'augmentation de la complexité de l'organisation surpassent les gains qui peuvent être retirés de la F&A. L'effet inverse se produit et les entreprises subissent des déséconomies d'échelle, d'où la destruction de valeur.

Les mêmes interprétations s'appliquent aux résultats obtenus par Cai et Sevilir (2012). Ils étudient les avantages de la connexion préalable des conseils d'administration des entreprises participantes aux F&A. Leurs résultats indiquent que les entreprises connectées paient moins de frais bancaires et moins de prime que celles non connectées. Malgré la réduction des coûts de transaction que procure le développement du réseau des administrateurs, la création de valeur dans les entreprises acquéreuses demeure proche de zéro. Ces résultats nous ramènent une fois de plus à la limite de l'entreprise (Coase, 1937). Au-delà d'un certain seuil de croissance, les avantages générés par la F&A à travers la connexion du réseau des administrateurs sont contrebalancés par les coûts de réorganisation.

Le tableau 1.3 montre les principaux résultats des travaux qui cherchent à expliquer l'absence de synergie. Il ressort de ces travaux que les entreprises acquéreuses ne cherchent pas particulièrement à exploiter les synergies. Celles qui initient des F&A sont déjà parmi les plus grandes de leur secteur d'activité, elles avaient déjà un certain pouvoir de marché. Elles ne semblent pas non plus avoir eu besoin d'acquérir de nouvelles ressources. Ces décisions ne correspondent pas à la logique de la création de la valeur. Les F&A n'en demeurent pas moins validées par les actionnaires (les « futurs perdants »), et sont en progression.

Tableau 1.3
Analyse de la destruction de valeur dans les Fusions-Acquisitions

Source théorique de valeur en F&A	Causes de la destruction de valeur
Pouvoir du marché	<ul style="list-style-type: none"> Gorton <i>et al.</i> (2009) : les dirigeants cherchent à accroître la taille de l'entreprise pour protéger et améliorer leurs intérêts personnels
Économies d'échelle	<ul style="list-style-type: none"> Shim (2011) : les F&A sont associées à une réduction significative de l'efficacité en matière de coût et de revenu pour l'entreprise acquéreuse. Le rendement d'échelle diminue en fonction de la taille de l'entreprise
Économie de coûts de transaction	<ul style="list-style-type: none"> Cai et Sevilir (2012) : l'économie des coûts de transaction ne couvre pas les coûts de réorganisation et coûts liés à la gestion d'une entité complexe. Malgré la réduction de la prime et des coûts de transaction, la moyenne de la création de valeur des entreprises acquéreuse demeure proche de zéro
Acquisition de nouvelles compétences	<ul style="list-style-type: none"> Sears et Hoetker (2014) : redondance entre les compétences de l'acquéreuse et la cible, Zollo et Singh (2004) : remplacement des compétences acquises par les compétences de l'acquéreuse

1.4 Conclusion

Au-delà de ce qui pourrait être perçu comme une mode, les F&A s'appuient sur des fondements économiques solides. La synergie est évoquée comme le principal motif des F&A. Dans les F&A, la synergie représente la création de valeur supplémentaire qui n'aurait pas été obtenue si les entreprises participantes étaient exploitées de façon

autonome (Ismail, 2011). Cette valeur supplémentaire trouve ses sources dans le renforcement du pouvoir de marché, la réduction des coûts de transaction ou l'accès aux compétences complémentaires (Coase, 1937; Williamson, 1989; Nelson et Winter, 1982 ;Pfeffer et Salancik, 2003).

Les tests empiriques donnent une toute autre image des F&A pour les entreprises acquéreuses. Les F&A détruisent la valeur actionnariale, la destruction des valeurs se poursuit sur le long terme (Bradley *et al.*, 1988; Cai et Vijh, 2007; Oler *et al.*, 2008; Alexandridis *et al.*, 2013). Les travaux qui examinent les causes de l'absence de synergie indiquent que les entreprises acquéreuses ne cherchent pas particulièrement à exploiter les synergies. Les F&A qui détruisent de la valeur actionnariale sont généralement mises en œuvre par des entreprises qui sont déjà parmi les plus grandes de leur secteur d'activité. Elles ne semblent pas non plus avoir eu besoin d'acquérir de nouvelles ressources (Gorton *et al.*, 2009; Sears et Hoetker, 2014).

À travers les résultats des tests empiriques, les décisions des dirigeants ne semblent pas correspondre à la logique de création de la valeur. Les F&A n'en demeurent pas moins validées par les actionnaires. Comment les actionnaires de l'entreprise acquéreuse ainsi que leurs représentants se sont-ils alors fait convaincre d'adhérer aux F&A? Ceci d'autant plus que la synergie n'est pas le seul motif qui justifie la mise en œuvre des F&A.

Les théories de la synergie considèrent l'entreprise en tant que lieu de mise en valeur des ressources, et de création ou d'exploitation de compétences. La priorité est accordée aux mécanismes concurrentiels. Les actions et décisions tendent vers l'amélioration de la richesse des actionnaires (Coase, 1937; Williamson, 1971, Williamson, 1975, Williamson, 1989; Penrose, 1959; Nelson et Winter, 1982 ;Pfeffer et Salancik, 2003). Elles laissent de côté toute dimension conflictuelle à l'intérieur de l'entreprise. En effet, la divergence des intérêts à l'intérieur de l'entreprise n'est à aucun moment évoquée malgré l'hétérogénéité des agents économiques. Un autre ensemble de recherches met à contribution les théories qui s'intéressent aux

motivations personnelles des dirigeants pour expliquer les activités de F&A. Il s'agit des théories de l'agence (Jensen et Meckling, 1976), et de l'hubris (Roll, 1986).

CHAPITRE II

LES INTÉRÊTS DES DIRIGEANTS

Un autre ensemble de recherches s'intéresse aux problèmes que pose la conciliation des objectifs individuels distincts dans un projet de F&A (Harford, Humphery-Jenner et Powell, 2012; Duchin et Schmidt, 2013; Haleblan *et al.*, 2009). Ces recherches prennent en compte la divergence des intérêts à l'intérieur de l'entreprise. Elles prennent appui sur la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976) et la théorie de l'hubris (Roll, 1986). Elles émettent l'hypothèse que les F&A sont initiées par les dirigeants pour maximiser leurs intérêts personnels au détriment des actionnaires. Partant de cette divergence des intérêts, la gouvernance a pour but d'assurer que les dirigeants agissent dans l'intérêt des actionnaires.

2.1 Enrichissement des dirigeants aux dépens des actionnaires

L'hypothèse retenue dans les théories de l'agence (Jensen et Meckling, 1976), et de l'hubris (Roll, 1986) met les intérêts des actionnaires en opposition avec ceux des dirigeants en raison de la séparation de la propriété et du pouvoir décisionnel. On présume qu'animés par l'opportunisme et par l'égo, les dirigeants, catégorie d'*homo oeconomicus*, font primer leurs intérêts personnels au détriment des actionnaires. Il en résulte une destruction de la valeur actionnariale (Girma *et al.*, 2006; Harford *et al.*, 2012).

2.1.1 Théorie de l'agence

La théorie de l'agence analyse l'entreprise à travers les contrats entre les dirigeants et les actionnaires (Jensen et Meckling, 1976). Ces contrats impliquent une délégation du pouvoir de décision et d'exécution de la part des actionnaires vers les dirigeants, et donc une relation d'agence. Jensen et Meckling (1976) définissent la relation d'agence comme étant :

[...] a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent. If both parties to the relationship are utility maximizers, there is good reason to believe that the agent will not always act in the best interests of the principal. (Jensen et Meckling, 1976, p.308)

L'opportunisme est au cœur du débat de la théorie de l'agence. Cette dernière retient l'hypothèse que les dirigeants n'agissent jamais dans l'intérêt des actionnaires, ils cherchent à maximiser leurs propres intérêts. On y voit une vision de la firme qui est centrée sur les actionnaires. L'agent à qui le mandant a délégué une certaine latitude discrétionnaire est qualifié d'opportuniste. La théorie de l'agence présume donc que les intérêts de l'agent ne peuvent qu'être différents de ceux du mandant. L'amélioration des intérêts de l'agent ne peut se faire qu'au détriment du mandant. En l'absence de dispositifs de surveillance, d'incitation et d'obligation, le dirigeant éloigne l'entreprise de l'objectif du mandant. Il exploitera les informations privilégiées à son avantage, et au détriment de l'actionnaire (Jensen et Meckling, 1976; Amihud et Lev, 1981).

Dans l'approche de l'agence, le développement de l'entreprise suit alors une logique de maximisation des intérêts personnels des dirigeants. Les dirigeants entreprennent des F&A pour obtenir de meilleures conditions financières, maintenir le contrôle dans l'entreprise ou élargir leur pouvoir (Harford *et al.*, 2012; Bodolica et Spraggon, 2009a; Bodolica et Spraggon, 2009b). Jensen (1986) suggère que le conflit d'intérêts sera

d'autant plus sévère que le *cash-flow* disponible est important. Les actionnaires souhaitent que ce *cash-flow* disponible soit distribué en dividendes. Les dirigeants essaient de tirer indirectement profit de ce *cash-flow* disponible en réalisant des F&A. L'hypothèse que les dirigeants cherchent avant tout à maximiser leurs intérêts personnels est cependant remise en question si l'on admet qu'il y a une compétition entre eux pour être à la tête d'une entreprise. Les dirigeants n'auront pas intérêt à prendre des décisions qui risquent de détruire la valeur de l'entreprise. Autrement, l'entreprise deviendra elle-même la cible d'une F&A (Barber, Palmer et Wallace, 1995).

Une F&A fait grossir l'entreprise d'un seul coup. Or, plus l'entreprise est grande, plus la possibilité de faire faillite diminue (Magee, 2012). Donc, même en l'absence de rendement, les actionnaires bénéficient, lors d'une F&A, d'une diminution du risque. Or un rendement augmente proportionnellement au risque, cette diminution de risque constitue en soi une amélioration de la performance. De plus, l'augmentation de la taille de l'entreprise lui donne non seulement une visibilité politique accrue, mais aussi une influence politique plus importante lui permettant un meilleur accès aux ressources collectives.

2.1.2 Théorie de l'hubris

La prime versée par l'entreprise acquéreuse constitue le point de départ de l'analyse de Roll (1986). D'après les données recueillies sur SDC Platinum de 2000 à 2013, la prime allait jusqu'à 1937%. Pourquoi les dirigeants versent-ils une prime élevée pour une entreprise qui n'est pas aussi profitable que ce qu'ils semblent espérer ? Les théories économiques donneraient une seule explication à cette décision : la synergie. Quoique plausible, la réponse donnée par les théories économiques ne parvient pas à élucider toutes les questions qui se profilent derrière le motif de la F&A quand la prime versée semble exorbitante. Roll (1986) se tourne vers une explication centrée sur le comportement des dirigeants.

L'hubris renvoie à l'excès de confiance en soi et au narcissisme (Roll, 1986). Il s'agit d'un biais cognitif relatif à l'orgueil démesuré des dirigeants d'entreprises affectant leur processus de prise de décision. Par ailleurs, nous ferons remarquer que l'idéologie dominante place l'homme d'affaires sur un piédestal. De ce fait, il devient compréhensible que l'égo se gonfle.

L'entrepreneur est devenu une figure héroïque : un homme moderne libre qui exerce son autonomie au nom de sa propriété privée, qui agrandit celle-ci et qui est d'autant plus puissant et légitime qu'il l'agrandit. Dans cette mystique, le gouvernement de l'entreprise par l'entrepreneur n'est pas contradictoire avec les principes de la société moderne : autonomie, raison, progrès. C'est au nom de sa liberté individuelle qu'il agit, en cultivant les fruits de son habilité et de sa raison et en participant ainsi au progrès de l'humanité. (Gomez et Korine, 2009; p. 40-41)

L'hubris est innée chez certains dirigeants (Billett et Qian, 2008). Chez d'autres, elle se développe avec les succès qu'ils connaissent, et les éloges qu'ils reçoivent tout au long de leurs carrières (Billett et Qian, 2008 ; Aktas *et al.*, 2009; Collins, 2009). Billett et Qian (2008) font observer que la propension des dirigeants à s'enorgueillir de leurs mérites croît avec l'importance que la Société accorde à leurs actions, ainsi qu'avec l'attention qui leur est personnellement accordée.

L'hubris donne aux dirigeants une image surévaluée d'eux-mêmes, de leurs compétences et de leurs contributions personnelles, miroir de l'image que leur renvoie la Société. Billett et Qian (2008) font observer que les dirigeants d'entreprises, qui font preuve d'hubris, tendent à s'attribuer le succès de l'entreprise, et à attribuer l'échec à autrui et aux facteurs externes à l'entreprise. Ils sont constamment en quête d'actions qui les mettent personnellement en valeur afin d'atteindre un certain contentement de soi (Hayward, Shepherd et Griffin, 2006; Claxton, Owen et Sadler-Smith, 2013). Selon la théorie de l'hubris, ce défaut de la perception de soi conduit les dirigeants à surestimer la synergie attendue de la F&A (Roll, 1986). Ne se fiant qu'à eux-mêmes, ils estiment que l'entreprise cible est sous-évaluée par le marché et ils sont prêts à surenchérir pour l'avoir. Et même si l'entreprise cible fait l'objet d'une évaluation

exacte, ils sont convaincus qu'ils sont en mesure de la redresser avec aisance (Malmendier et Tate, 2008 ; Hayward, 2007 ; Claxton *et al.*, 2013).

Implicitement, l'hypothèse de l'hubris ne remet pas en cause la perfection de l'information, il est plutôt question d'une vision distordue de la réalité. Un tel comportement ne peut que déboucher sur des jugements erronés : créer une fausse image de soi-même en surestimant ses compétences, minimiser les coûts et les risques liés à la F&A, et surévaluer la synergie. Roll (1986) émet l'hypothèse que les F&A ne sont aucunement génératrices de valeur et que les gains de synergie espérés ne sont que pure construction des dirigeants. Les primes exorbitantes versées lors de F&A s'avèrent une illustration de leur hubris.

Le tableau 2.1 résume les approches théoriques des F&A considérant les intérêts privés des dirigeants.

Tableau 2.1
Amélioration des intérêts privés des dirigeants au détriment des actionnaires

Théorie	Firme	Logique des Fusions-Acquisitions
Théorie de l'agence Jensen et Meckling (1976)	Nœud de contrats avec des intérêts conflictuels	Avantages matériels et financiers
Théorie de l'hubris Roll (1986)	Espace pour satisfaire les ambitions personnelles	Surestimation de la synergie en raison de l'égo des dirigeants

L'approche de l'hubris diffère des théories qui cherchent à renouveler les paramètres concurrentiels de l'entreprise (Coase, 1937; Williamson, 1971, 1975, 1989; Penrose, 1959; Nelson et Winter, 1982). Elle explique les décisions des dirigeants en matière de F&A par leur égo plutôt que par des logiques économiques. Cependant, notons qu'on ne peut pas séparer les deux ainsi. Une décision qui satisfait l'égo est après coup rationalisée selon la logique économique. Le procédé est archi connu.

2.2 Avantages privés retirés des F&A

Les recherches sur les F&A qui adoptent les approches de l'agence et l'hubris permettent une analyse des F&A sous une perspective autre qu'économique. Celles-ci présument que les F&A peuvent être particulièrement attrayantes pour les dirigeants. Une F&A permet aux dirigeants d'améliorer ou du moins protéger leurs intérêts personnels. Ces derniers sont de nature matérielle, financière (Girma *et al.*, 2006; Grinstein et Hribar, 2004) ou non matérielle (Roll, 1986; Billett et Qian, 2008). Notre objectif est ici de savoir si un lien peut effectivement être établi entre les F&A et les avantages que les dirigeants de l'entreprise acquéreuse retirent des F&A.

2.2.1 Rémunération

Une grande majorité des recherches qui s'intéresse aux intérêts privés des dirigeants dans une F&A examine les avantages financiers (Bodolica et Spraggon, 2009b). La logique de ce courant de recherches est que les dirigeants initient des F&A pour accroître leur rémunération. La méthodologie adoptée dans ces recherches est essentiellement de nature corrélationnelle. Elles étudient l'évolution de la rémunération, et testent le lien entre la performance post-F&A de l'entreprise et la rémunération des hauts dirigeants.

Girma *et al.* (2006) constatent que les dirigeants bénéficient d'une hausse significative de rémunération, mais elle n'est que faiblement liée à la performance en F&A. La

question est de savoir si les dirigeants sont récompensés uniformément, quel que soit le niveau de performance. Pour lever toute ambiguïté Girma *et al.* (2006) séparent les transactions qui affichent des rendements positifs de celles qui affichent des rendements négatifs. La hausse de la rémunération est moins élevée pour les F&A qui détruisent de la valeur. Partant de ces résultats, les hauts dirigeants semblent être récompensés à juste titre, et que seules les F&A qui créent de la valeur présentent de réels intérêts pour les dirigeants. Il y a donc une limite à ce que les dirigeants puissent agir à des fins personnelles aux dépens des actionnaires.

D'un autre point de vue, la récompense liée à la F&A est peut-être moins élevée en cas de destruction de valeur, mais elle est quand même présente. Ce qui signifie que les dirigeants sont récompensés pour avoir réussi à conclure la transaction. La recherche de Grinstein et Hribar (2004) permet de voir l'importance des bonus qui sont octroyés spécifiquement pour les F&A. 88% des entreprises offrent un bonus aux dirigeants après une F&A. Le bonus moyen représente 184% du salaire du dirigeant dans l'année où la F&A a lieu, et 174% de son salaire deux ans après la transaction. Selon toute logique, un accroissement significatif de la taille de l'entreprise implique une hausse des actifs à gérer. De plus, l'augmentation de la taille donne à l'entreprise une visibilité accrue. Le bonus et la hausse de rémunération sont en conséquence légitimes. Toutefois, il y a lieu ici de reconnaître que les dirigeants ont de fortes incitations financières à entreprendre des F&A, car leur richesse s'améliore, quelle que soit l'issue de la transaction.

2.2.2 Fierté, contentement de soi

L'approche de l'hubris émet l'hypothèse que les piètres performances de l'entreprise acquéreuse sont attribuées à une erreur d'évaluation des risques et des synergies des F&A. L'hubris étant un concept difficile à mesurer, les tests empiriques de l'hubris dans les F&A sont basés sur les conséquences observables de la surestimation de la synergie sur les caractéristiques de la transaction : la prime, et la valeur actionnariale.

L'hypothèse de l'hubris prédit un versement d'une prime élevée causant la destruction de la valeur de l'entreprise acquéreuse (Roll, 1986; Ismail, 2011).

Ismail (2011) montre que dans 70% des cas, la prime dépasse largement la synergie estimée lors de la phase d'analyse. En moyenne, l'entreprise acquéreuse offre à l'entreprise acquise une prime qui est 2.95 fois la synergie estimée. Il est peu probable que les dirigeants qui poursuivent le motif de synergie offrent une prime qui dépasse largement la synergie estimée.

Le versement d'une prime qui excède la synergie annoncée peut témoigner d'une sous-estimation de la synergie pouvant découler de la F&A. C'est le cas lorsque les dirigeants font preuve de conservatisme dans l'estimation de la synergie pour éviter d'éventuelles poursuites (Dutordoir, Roosenboom et Vasconcelos, 2014). L'analyse des liens entre la prime et les rendements excédentaires des entreprises acquérees indique toutefois que non seulement les F&A qui perdent de la valeur impliquent des entreprises qui n'ont que de faibles potentiels de synergie, sinon aucun, mais elles sont également associées à des versements de primes exorbitantes.

La destruction de la valeur est plus marquée pour les entreprises acquérees qui offrent une prime excédant la synergie estimée. Leur rendement moyen s'établit à -5,9%, c'est inférieur de 4,9 points de pourcentage ($p < ,001$) à celui observé pour les entreprises qui offrent une prime inférieure à la synergie estimée. S'il y avait eu une synergie, mais que celle-ci avait été sous-évaluée, le versement de la prime n'aurait pas réduit les rendements de façon significative. Ces résultats corroborent l'idée qu'aveuglés par leur égo, les dirigeants surestiment les potentiels de synergie et sont disposés à verser une prime trop élevée relativement à la qualité de la transaction. Le versement de la prime transfère une partie de la valeur de l'entreprise acquéreuse aux actionnaires de l'entreprise cible. En absence de synergie, la valeur de l'entreprise acquéreuse baisse de façon significative.

Une autre méthode que les chercheurs adoptent pour tester l'hubris consiste à analyser le lien entre l'expérience des dirigeants en F&A et leur propension à en

entreprendre. On retrouve cette méthode dans Doukas et Petmezas (2007), Billett et Qian (2008), et Al Rahahleh et Wei (2012).

Doukas et Petmezas (2007) constatent que la destruction de valeur en F&A est plus fréquente pour les entreprises qui font des F&A multiples. Dans ces entreprises, la probabilité que les dirigeants entreprennent des F&A subséquentes augmente avec le nombre de F&A qu'ils ont entreprises dans le passé.

Billett et Qian (2008) mettent en évidence que même si les F&A antérieures créaient de la valeur pour certaines d'entre elles, la performance des F&A précédentes ne suffit pas pour absorber la baisse de rendement des F&A subséquentes. Les résultats obtenus par Al Rahahleh et Wei (2012) indiquent que la baisse de rendement est persistante pour les entreprises qui prennent part à des F&A multiples, et elle s'amplifie au fil des F&A. Ces résultats supportent l'idée que les F&A font partie des instruments dont les dirigeants se servent pour se mettre personnellement en valeur. Les dirigeants se servent des F&A pour renforcer leur égo.

Étant donné les intérêts privés que les dirigeants retirent des F&A, la synergie ne peut pas être considérée comme le principal critère de décision en F&A. Cette dernière constitue une stratégie permettant d'améliorer, ou du moins protéger leurs intérêts personnels. Il y a la rémunération et les avantages matériels et financiers (Girma *et al.*, 2006; Grinstein et Hribar, 2004). Il y a également les intérêts qu'on peut qualifier de psychologiques tels que le pouvoir, le prestige, et la reconnaissance sociale, et l'égo (Roll, 1986; Billett et Qian, 2008). Ismail (2011) met en évidence que les dirigeants sont plus enclins à verser une prime supérieure à la synergie estimée quand leurs rémunérations sont faibles. L'hypothèse de l'hubris peut ainsi se greffer à la théorie de la synergie pour créer cette fois-ci une synergie négative. Les dirigeants sont disposés à payer une prime élevée afin de sécuriser la transaction, compromettant encore plus la rentabilité d'une transaction qui n'avait déjà que de faibles potentiels de synergie.

Le tableau 2.2 résume les intérêts personnels que les dirigeants peuvent viser dans les F&A.

Tableau 2.2

Les motifs des Fusions-Acquisitions selon les approches d'agence et d'hubris

Intérêts	Auteurs	Caractéristiques de la transaction
Avantages matériels ou financiers	Girma <i>et al.</i> (2006)	<ul style="list-style-type: none"> • Hausse de la rémunération quelle que soit la performance en F&A • La portion de la rémunération directement liée à la F&A est réduite en cas de destruction de valeur, mais les dirigeants sont récompensés pour avoir conclu la F&A
	Grinstein et Hribar (2004)	<ul style="list-style-type: none"> • 88% des entreprises offrent un bonus aux dirigeants après une F&A. • Le bonus moyen représente 184% du salaire du dirigeant dans l'année de la F&A, ou 174% de son salaire deux ans après la transaction.
Contentement de soi, intérêt psychologique	Ismail (2011)	<ul style="list-style-type: none"> • Surestimation de la synergie • Versement d'une prime supérieure à la synergie estimée
	Doukas et Petmezas (2007),	<ul style="list-style-type: none"> • La probabilité que les dirigeants entreprennent des F&A subséquentes augmente avec le nombre d'expériences en F&A qu'ils ont eues dans le passé • La destruction de valeur en F&A est plus fréquente pour les entreprises qui font des F&A multiples.
	Billett et Qian (2008)	<ul style="list-style-type: none"> • Les performances des F&A précédentes ne sont pas suffisamment élevées pour absorber les baisses de rendement subséquentes
	Al Rahahleh et Wei (2012)	<ul style="list-style-type: none"> • La performance en F&A décline au fil des acquisitions successives

Ces résultats conduisent à se questionner sur le rôle de la gouvernance. Les mécanismes de gouvernance sont conçus fondamentalement pour encadrer la latitude et les comportements opportunistes des dirigeants (Guest, 2009; Bhagat et Bolton, 2008). Si les dirigeants sont en mesure d'entreprendre des F&A qui appauvrissent les actionnaires, mais enrichissent les dirigeants, c'est que les mécanismes de gouvernance ne semblent pas fonctionner. Cela dit, ces mécanismes sont rendus caduques par la théorie du portefeuille, qui permet aux actionnaires de se désintéresser de la gestion des entreprises.

2.3 Gouvernance et performance

Les théories de l'agence (Jensen et Meckling, 1976) et de l'hubris (Roll, 1986) reconnaissent que les choix des dirigeants ne tendent pas toujours vers l'intérêt des actionnaires. Loin d'adhérer à la vision réductrice d'une entreprise qui est centrée sur les actionnaires, les scandales financiers qui ont marqué la dernière décennie (Enron, 2002 ; Arthur Andersen, 2002; Worldcom, 2002; Vivendi, 2003, Parmalat, 2003; Norbourg, 2006; Madoff, 2008; Earl Jones, 2008; Lehman Brothers, 2008; Olympus, 2011) rappellent toutefois que les intérêts privés prennent parfois le dessus dans les décisions prises par les dirigeants.

La figure 2.1 indique les liens entre les motivations théoriques des F&A et la valeur de l'entreprise acquéreuses, et les rôles de la gouvernance dans chacune des approches théoriques. Les mécanismes de gouvernance mis en place par l'entreprise acquéreuse devraient limiter les F&A qui ne répondent à aucune logique économique, et qui détruisent de la valeur actionnariale (Guest, 2009; Bhagat et Bolton, 2008).

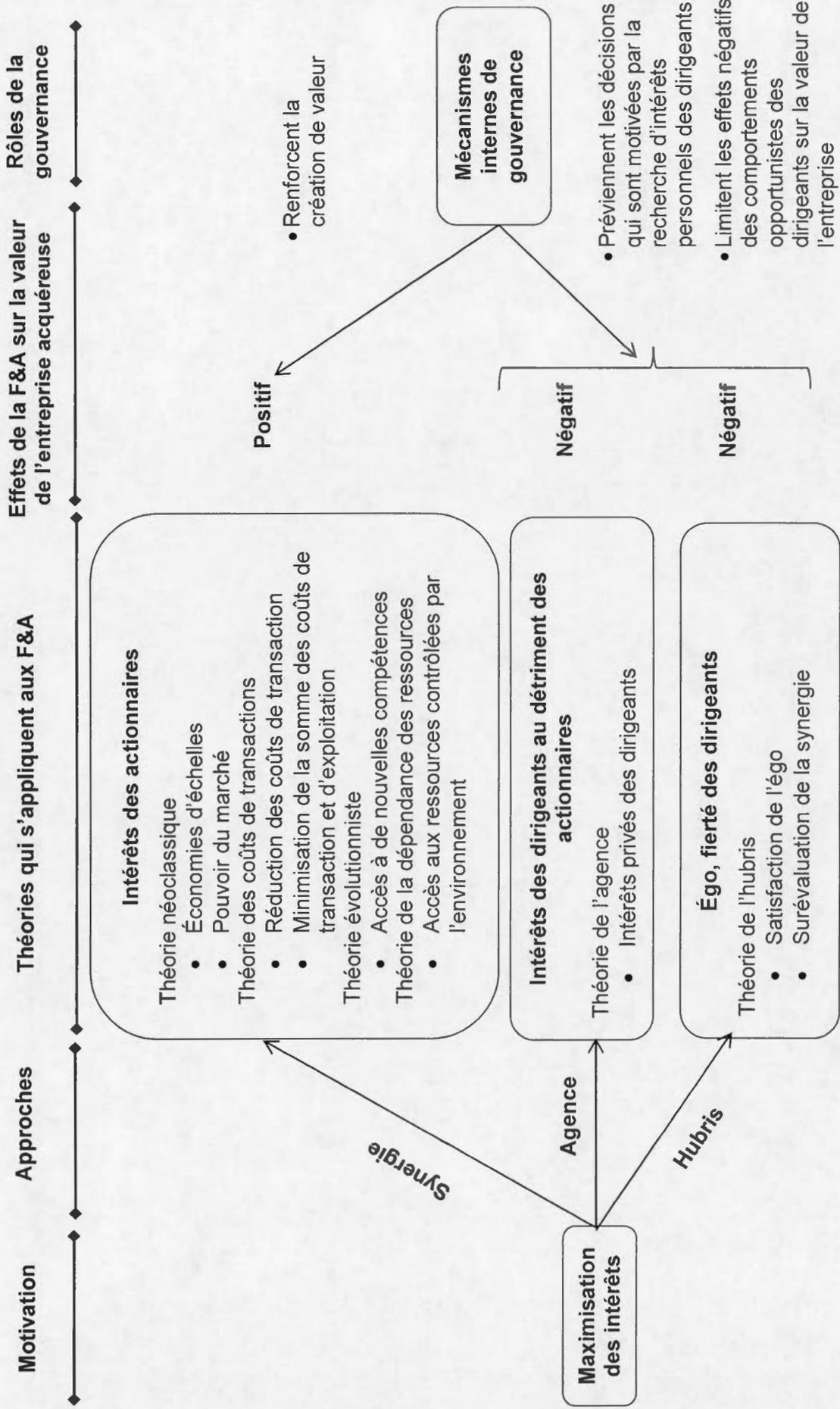


Figure 2.1 Liens entre les motivations théoriques des F&A et de la valeur de l'entreprise acquéreuse

Le débat sur les mécanismes de gouvernance se trouve profondément ancré dans la théorie de l'agence. Il se base sur l'hypothèse que, mus par l'opportunisme, les dirigeants éloignent l'entreprise des intérêts des actionnaires. Il convient de mettre en place des systèmes de contrôle et des leviers d'alignement des intérêts. Ces mesures servent à promouvoir la création de valeur, et à empêcher une répartition de la richesse au profit des dirigeants, mais au détriment des actionnaires (Jensen, 2002; Shleifer et Vishny, 1997; Bhagat et Bolton, 2008). Avec de tels mécanismes, les actionnaires entendent exercer leur droit de propriété.

On fera observer que dans l'approche de l'agence, la gouvernance s'adresse de manière restrictive aux acteurs financiers. Elle met en priorité la responsabilité fiduciaire des dirigeants envers les actionnaires (Shleifer et Vishny, 1997). Cette vision, qui est purement actionnariale, ne fait pas toutefois l'unanimité.

Au-delà du volet fiduciaire, les mécanismes de gouvernance englobent tous les aspects du gouvernement de l'entreprise (OCDE, 2004; Windsor, 2009; Westphal et Zajac, 2013).

Corporate governance involves a set of relationships between a company's management, its board, its shareholders and other stakeholders. Corporate governance also provides the structure through which the objectives of the company are set, and the means of attaining those objectives and monitoring performance are determined. (OCDE, 2004, p.11)

L'OCDE (2004) assigne ainsi à la gouvernance un rôle qui va au-delà du contrôle, il inclut l'accès aux ressources dont l'entreprise a besoin pour atteindre ses objectifs.

L'ensemble des mécanismes de gouvernances internes et externes interagit pour surveiller les dirigeants afin de garantir la sécurité des investissements. Toutefois, ce sont les mécanismes internes qui différencient une entreprise d'une autre évoluant dans un même environnement légal (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer et Vishny, 2000). Comme notre recherche porte sur un seul pays: les États-Unis, nous nous intéressons uniquement aux mécanismes internes de gouvernance. Pour Fama et

Jensen (1983), le conseil d'administration constitue la plus importante structure de surveillance et de supervision de l'entreprise.

2.3.1 Le conseil d'administration

Fama et Jensen (1983) considèrent que le conseil d'administration constitue le sommet de tous les mécanismes de contrôle et de surveillance d'une entreprise. "Such boards always have the power to hire, fire, and compensate the top-level decision managers and to ratify and monitor important decisions" (Fama et Jensen, 1983, p.311).

Dans une approche fiduciaire, le conseil d'administration est chargé de représenter les intérêts des actionnaires. Les actionnaires comptent sur le conseil d'administration pour veiller à ce que leurs intérêts ne se trouvent compromis ni par la négligence ni par l'opportunisme des dirigeants. Il lui incombe de mettre en place des mesures incitatives et de contrôle pour garantir la sécurité des transactions conclues par l'entreprise (Fama et Jensen, 1983; Harford, 2003; Bange et Mazzeo, 2004).

La théorie de la dépendance aux ressources (Pfeffer et Salancik, 2003) apporte un nouvel éclairage sur le rôle du conseil d'administration dans la performance durable de l'entreprise. Les recherches récentes en management mettent en évidence que les entreprises établissent des critères précis pour le choix des membres du conseil d'administration. Ils sont choisis en fonction de leurs expériences, leurs expertises, et leurs réseaux. Le lien entre la performance et le conseil d'administration repose sur la capacité du conseil d'administration à fournir les ressources dont l'entreprise a besoin (Withers, Hillman et Cannella, 2012; Krause, Semadeni et Cannella, 2013; Adams, Hermalin et Weisbach, 2010).

Sans même aller au-delà de la vision purement fiduciaire, on s'aperçoit que le conseil d'administration n'est pas que le « chien de garde » des intérêts des actionnaires. Pour les parties prenantes, le conseil d'administration joue un rôle déterminant dans l'orientation stratégique de l'entreprise. Il doit être apte à poser un regard critique sur

les décisions majeures prises par les dirigeants. Ses fonctions ne consistent pas à apposer une signature de complaisance aux documents préparés par les dirigeants.

Dans le contexte d'une F&A, le conseil d'administration a la responsabilité d'examiner le projet soumis par les dirigeants. C'est la Loi générale sur les sociétés de l'État où les entreprises sont immatriculées qui détermine si le Conseil d'administration d'une entreprise ou ses actionnaires doivent participer à l'approbation des F&A. Dans l'État de Delaware où la majorité des entreprises publiques étasuniennes est immatriculée, la Loi générale sur les sociétés stipule que les F&A doivent être systématiquement soumises à l'approbation des membres du conseil d'administration. L'approbation des actionnaires de l'entreprise acquéreuse est requise lorsque la transaction implique l'émission de nouvelles actions et que les actions nouvellement émises représentent au moins 20% des actions votantes en circulation immédiatement avant la F&A (The Delaware Constitution of 1897, Title 8, Chapter 1, Subchapter IX, § 251). Quand le consentement des actionnaires est exigé, les dirigeants impliquent le conseil d'administration dans les discussions avec les actionnaires. Nous donnons ci-après des extraits de recommandations faites par le conseil d'administration lors des F&A.

Dear Xerox Shareholder: Your Board unanimously recommends that you support the acquisition by voting "FOR" the proposals on the enclosed proxy card. There are many financial and strategic advantages to Xerox acquiring ACS. [...] Through the acquisition of ACS, Xerox gains a growth catalyst that secures a strong, competitive future for our company, and that will deliver increased and sustainable value for our shareholders and customer. (Xerox et ACS, 2009)

The Exelon Board of Directors unanimously recommends that Exelon shareholders approve the two merger-related proposals included in the proxy. The Exelon Board of Directors considered a number of factors pertaining to the strategic rationale for the merger, including: complementary business models and service territories, increased scale and scope, improved business risk profile, impact on customers, regulatory diversity, shared vision, combined expertise and a number of favorable financial considerations. (Exelon et Constellation, 2011)

Your vote as a shareholder is very important to us. Your Board of Directors recommends a vote in favor of the merger proposal and appreciates your support. (America Online, Inc. et Time Warner Inc., 2000)

Théoriquement, le conseil d'administration ne devra approuver ni recommander les F&A que si celles-ci sont conformes aux intérêts des actionnaires et de l'entreprise. La présence d'un conseil d'administration efficace devra en conséquence limiter la possibilité pour les dirigeants d'initier des F&A qui ne répondent à aucune logique économique.

Les chercheurs s'appuient sur les caractéristiques structurelles du conseil d'administration pour établir son efficacité (Bhagat et Bolton, 2008; Cai et Sevilir, 2012; Withers *et al.*, 2012).

2.3.2 Efficacité du conseil d'administration

L'indépendance et la taille du conseil d'administration indiqueraient sa capacité à exercer un contrôle efficace (Withers *et al.*, 2012). L'avantage de l'indépendance du conseil d'administration repose sur l'idée qu'un administrateur indépendant, n'ayant aucun lien d'intérêt avec l'entreprise, agira dans l'intérêt des actionnaires. Les entreprises seront ainsi plus performantes lorsque leurs conseils d'administration comptent plus de membres externes (Bhagat et Bolton, 2008). Un administrateur n'est pas réputé indépendant s'il occupe un emploi dans l'entreprise ou ses filiales, ou s'il y a occupé un emploi durant les trois ans précédant son élection. Il en est de même pour un administrateur dont un membre de la famille occupe ou a occupé une fonction de direction dans l'entreprise et ses filiales (Règlement 4200 – NASD).

Le cumul des fonctions de président du conseil d'administration et de CEO est un exemple de non-indépendance du conseil, le pouvoir se concentre entre les mains d'une seule et même personne. Dans le cadre d'une F&A, il est peu probable qu'un président du conseil d'administration, qui est à fois CEO, irait prétendre que le projet

de F&A n'est pas rentable, et dissuader les autres membres de donner leur approbation à un projet qu'il a lui-même conçu.

L'idée selon laquelle un conseil d'administration de grande taille constitue un avantage est liée à la diversité des expertises et des ressources fournies par les administrateurs à l'entreprise. Comme le souligne Mace (1986, p.178), "In most companies, directors serve as a source of advice and counsel, serve as some sort of discipline, and act in crisis situations".

Grinstein et Hribar (2004), et Carline, Linn et Yadav (2009) mesurent l'efficacité du conseil d'administration en fonction de sa taille. Dans la recherche de Grinstein et Hribar (2004), avoir un conseil d'administration efficace semble limiter la possibilité pour les dirigeants de choisir des F&A qui maximisent leurs propres intérêts. Les dirigeants n'obtiennent des bonus élevés que s'ils ont un certain pouvoir sur le conseil d'administration. Dans ces situations, les seuls arguments que le comité de rémunération est capable de donner pour justifier l'octroi de bonus se limitent généralement à l'augmentation de la taille de l'entreprise.

Contrairement à Grinstein et Hribar (2004), Carline *et al.* (2009) trouvent un lien négatif entre l'efficacité du conseil d'administration et la performance post-F&A. Leur recherche porte sur les F&A ayant eu lieu au Royaume-Uni de 1985 à 1994, une période qui a été marquée par la promotion de la pratique de la bonne gouvernance. Leurs résultats indiquent que la taille du conseil d'administration affecte négativement la performance en F&A. Leur conclusion corrobore l'idée qu'un conseil d'administration composé de plusieurs membres n'est pas en mesure d'exercer un contrôle efficace (Jensen, 1988).

Le nombre d'administrateurs n'indiquerait donc pas nécessairement le pouvoir et l'efficacité du conseil d'administration. Bange et Mazzeo (2004) et Cai et Sevilir (2012) sont de cet avis. Ils suggèrent que bien que l'augmentation du nombre d'administrateurs accroisse la capacité du conseil d'administration à exercer un contrôle et une supervision systématiques, elle accroît d'autant le problème de

coordination des administrateurs et de communication. La complexité de fonctionnement d'un conseil d'administration dit « large » donne toute la latitude aux dirigeants dans l'élaboration et la conduite des projets stratégiques. Aussi, limiter la taille du conseil d'administration peut améliorer son fonctionnement. Pour Jensen (1993), l'optimum se situe à sept ou à huit membres, sans expliquer vraiment pourquoi. Au-delà de ce seuil, il semble difficile pour le conseil d'administration d'agir efficacement et d'arriver à un consensus. Cette situation augmente le pouvoir des dirigeants sur le conseil d'administration, leur laissant les mains libres pour prendre toutes les décisions concernant l'entreprise.

Dutta et Jog (2009) mesurent le pouvoir du conseil d'administration en fonction de son indépendance. Contrairement à leurs attentes, leurs résultats indiquent que la performance post-F&A est significativement positive pour les entreprises acquéreuses dont le conseil d'administration est non-indépendant. Ces résultats suggèrent que contrairement aux administrateurs externes, les administrateurs internes ont l'occasion de se faire une idée plus précise sur la rationalité de la F&A et sur les synergies qui peuvent être développées avec l'entreprise cible.

La principale critique qui peut être faite à l'encontre de recherches est qu'on y présume que les caractéristiques structurelles du conseil d'administration déterminent son mode de fonctionnement. Ces caractéristiques ne constituent peut-être pas des mesures pertinentes de l'efficacité du conseil d'administration.

En nous basant sur la théorie de la dépendance aux ressources, la taille du conseil d'administration à elle seule n'est pas suffisante pour évaluer son efficacité. L'efficacité du conseil d'administration dépend moins du nombre d'administrateurs que des apports spécifiques que chacun d'eux fait à l'entreprise. Celle-ci est déterminée par les compétences, les expériences, et les diverses affiliations des administrateurs. L'idée est qu'une entreprise va choisir les administrateurs en fonction de la « plus-value » qu'ils peuvent apporter à l'entreprise. Le lien entre la taille du conseil d'administration et la performance s'établit à travers l'accès aux ressources qui est rendu possible grâce à la diversité des compétences et l'étendue des réseaux

(professionnels, sociaux, politiques ...) des administrateurs (Cai et Sevilir, 2012; Agrawal et Chadha, 2005, Adams *et al.*, 2010).

Quant à l'avantage d'un conseil d'administration composé majoritairement de membres indépendants, l'idée tient la route si l'indépendance des administrateurs indique leur indépendance d'esprit dans l'exercice de leur fonction, et qu'il ne s'agit pas qu'une apparence d'indépendance. L'efficacité des membres indépendants est ici liée à leur capacité de poser un regard critique, et de faire preuve de scepticisme à l'endroit des décisions des dirigeants. Comme ils ne participent pas aux affaires internes, on suppose qu'ils peuvent apporter des points de vue nouveaux sur le projet soumis par la direction. Remarquons, en passant, que ces administrateurs sont payés quelques centaines de milliers de dollars pour ce travail, ce qui n'est jamais mentionné comme un facteur de dépendance.

Alternativement, l'efficacité du conseil d'administration n'est pas systématiquement à remettre en cause quand les dirigeants parviennent à prendre des décisions qui servent leurs propres intérêts. Nous avons vu que les F&A non performantes ou qui améliorent les intérêts des dirigeants en absence de performance ne témoignent pas nécessairement d'une faiblesse des mécanismes de gouvernance (Dutta et Jog, 2009). Donc, malgré le pouvoir et l'efficacité du conseil d'administration, les dirigeants réussissent toujours à obtenir l'adhésion des administrateurs au projet de F&A. Le conseil d'administration a le pouvoir de rejeter des décisions qui ne sont pas conformes aux intérêts des actionnaires, mais il ne l'exerce pas. Entre autres, parce que les informations nécessaires ne se rendent pas jusqu'à lui.

En substance, nous voulions souligner ici que l'opposition drastique que l'on pose toujours entre les actionnaires et les dirigeants peut être factice. Les projets de F&A sont votés par les conseils d'administration, ce qui enlève aux actionnaires dominants le rôle de pauvres victimes de dirigeants opportunistes.

2.4 Rôle des discours dans l'adhésion des actionnaires aux fusions-acquisitions

Les F&A enrichissent les dirigeants, mais appauvrissent les actionnaires. Ces résultats remettent en cause l'idée dominante selon laquelle les F&A sont motivées essentiellement par la création de valeur. Si la synergie était le véritable motif des F&A, les résultats auraient montré sans équivoque qu'elles amélioreraient la performance de l'entreprise acquéreuse, ou on aurait arrêté d'en faire devant l'insuccès du processus. Les F&A n'en demeurent pas moins validées par le conseil d'administration et les actionnaires, et cela malgré des mécanismes de gouvernance efficaces.

Si les activités de F&A progressent, c'est parce que les administrateurs et les actionnaires ont donné leur accord à un moment ou à un autre. En nous basant sur la théorie de comportement des agents économiques (Simon, 1976, 2000; Amblard, 2010), un acteur rationnel est censé prendre des décisions qui sont conformes à ses intérêts. Pour Amblard,

[...] être rationnel, c'est adopter le comportement le plus approprié sous forme de choix afin d'atteindre les objectifs fixés. [...] la rationalité n'est autre que l'aptitude d'un individu à adapter les moyens aux fins. (Amblard, 2010, p.13)

Le problème est que les administrateurs et les actionnaires semblent toujours approuver les F&A même si elles ne sont pas conformes à leurs intérêts. La question se pose alors : comment les administrateurs et les actionnaires ont-ils été convaincus d'adhérer à des projets qui détruisent leur richesse, ou la richesse de ceux qu'ils sont censés représenter, et qui de surcroît enrichissent les dirigeants ? (Figure 2.2). La littérature en F&A ne dit rien à ce sujet.

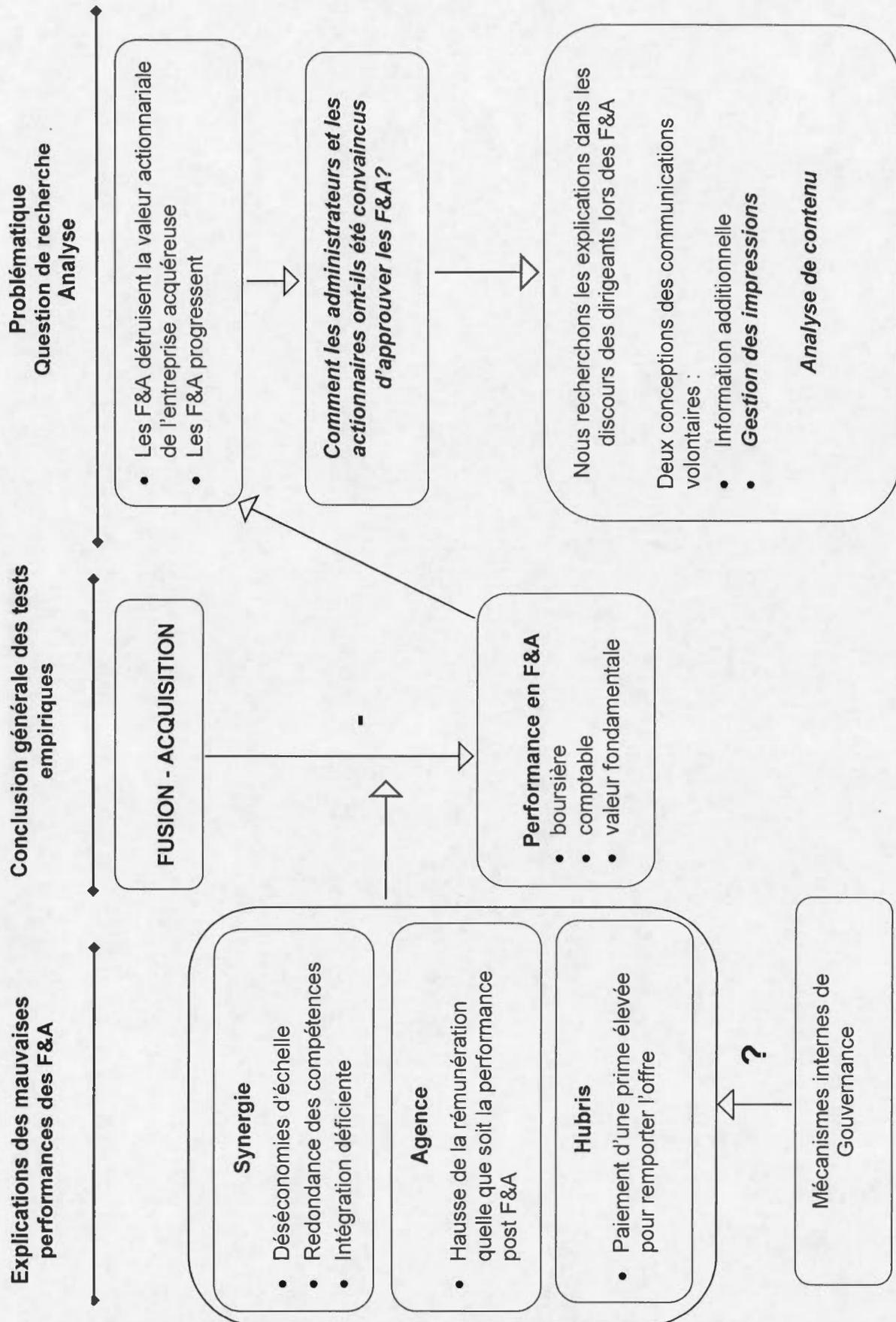


Figure 2.2 Pertinence de l'analyse de contenu dans le contexte des fusions-acquisitions

Nous cherchons les explications de l'adhésion des administrateurs et des actionnaires aux F&A dans les discours que les dirigeants produisent au cours du processus. Il appartient aux dirigeants d'expliquer le projet de F&A aux investisseurs et aux autres parties prenantes (État, analystes, clients, employés, grand public), et de les convaincre de son bien-fondé économique (Gaughan, 2010; SEC, 1999). Théoriquement, si les actionnaires et les administrateurs approuvent le projet, c'est parce qu'ils sont convaincus de son intérêt économique. Le discours et les documents produits par les dirigeants deviennent de ce fait un élément clé du processus d'approbation des F&A.

À notre connaissance, aucune recherche ne s'est encore intéressée à l'analyse des discours qui sont produits à des fins de conviction au niveau de l'entreprise acquéreuse. La majorité des recherches sur les discours en F&A est ancrée dans le champ de la gestion des ressources humaines. Elles portent sur les stratégies d'acceptation de la transaction auprès des employés. Il s'agit d'analyses de discours tenus durant la phase d'intégration pour faciliter l'adaptation des employés au changement organisationnel (Demers, Giroux et Chreim, 2003; Leonardi et Jackson, 2004). D'autres s'intéressent au processus discursif entre l'entreprise acquéreuse et l'entreprise cible pour prévenir la résistance de la cible à une F&A (Floris, Grant et Cutcher, 2013; Vaara et Tienari, 2011). Ces recherches ne répondent pas à notre préoccupation. Nous nous intéressons au processus de persuasion dans l'entreprise acquéreuse durant la phase pré-F&A. On sait peu sur ce processus discursif.

L'analyse des discours des dirigeants est d'autant plus pertinente avec la libéralisation, en 1999, des communications en F&A par la SEC (Securities and Exchange Commission). Avant 1999, les entreprises acquéreuses ne pouvaient discuter publiquement des F&A avant que les formalités d'enregistrement de la F&A auprès de la SEC ne soient complétées (Securities Act of 1933 – section 5). Même si des rumeurs circulaient, toute communication publique aux investisseurs à propos de la F&A risquait d'être interprétée comme des manipulations de l'opinion publique. Après le dépôt du projet auprès de la SEC, les dirigeants étaient autorisés à communiquer avec les investisseurs, mais les communications écrites devaient être

établies conformément aux dispositions qui s'appliquent au prospectus préliminaire tel que défini par la Section 10 du " Securities Act of 1933 " .

En 1999, la SEC a assoupli les règlements relatifs à la communication en F&A : en (i) autorisant la communication aux investisseurs dès la première annonce publique de l'intention d'entreprendre une F&A, et en (ii) levant l'obligation de se conformer au cadre de présentation des communications s'appliquant au prospectus (17 CFR §230.165, 17 CFR §230.166 et 17 CFR §230.425). Les entreprises qui souhaitent se prévaloir des règlements étendus doivent envoyer une copie de la communication à la SEC à la date à laquelle elle s'est tenue. La SEC recommande aux entreprises de lui soumettre la transcription des présentations et des conférences téléphoniques. Les communications en F&A soumises à la SEC sont accessibles en permanence dans la base de données EDGAR.

L'assouplissement des règlements régissant la communication en F&A par la SEC vise l'instauration d'une communication proactive avec l'ensemble du public pour favoriser une prise de décision éclairée. L'extrait du règlement ci-dessus donne un aperçu des raisons d'être des règlements étendus sur les communications en F&A :

One major benefit of permitting earlier communications is that more information will be available generally to all security holders, not simply to a limited audience of analysts and financially sophisticated market participants. [...] Under the amended rules, companies and security holders may communicate more freely before having to furnish a written proxy statement. [...] As a result, we expect security holders will receive more information regarding matters on which a vote may be solicited in the future. In addition, the revisions should result in the dissemination of information earlier than is currently the case, giving security holders more time to consider that information. (SEC, 1999, File No. S7-28-98).

La SEC cherche à réduire l'asymétrie d'information qui subsiste entre les dirigeants et les utilisateurs externes de l'information financière. Ces communications ne sont pas obligatoires, et sont laissées à la discrétion de l'entreprise. Les règlements étendus de la SEC sur la divulgation en F&A offrent l'opportunité aux dirigeants des entreprises participantes aux F&A de justifier la transaction auprès d'un large public. Ceux-ci

constituent en conséquence un cadre d'analyse pertinent du processus de conviction lors des F&A.

Ces dispositions s'accordent avec l'idée que la divulgation volontaire constitue un moyen pour fournir des renseignements additionnels aux dirigeants au-delà du minimum requis (Iatridis, 2013). Dans cette approche, les dirigeants cherchent à réduire l'asymétrie d'information entre le marché et l'entreprise en révélant des informations privées (Merkl-Davies et Brennan, 2007). Mais il y a une autre conception des communications volontaires, ce sont des outils potentiels de gestion des impressions. Dans ce second point de vue, on suppose que les dirigeants ont des comportements opportunistes. Ils exploitent l'asymétrie d'information entre les utilisateurs internes et les investisseurs en publiant des renseignements biaisés (Merkl-Davies et Brennan, 2011; Merkl-Davies *et al.*, 2011). À cela nous devons ajouter que la psychologie a reconnu depuis longtemps ce qu'elle appelle les mécanismes généraux d'adaptation (Snyder, 1974).

Nier ces comportements équivaut à nier les avancées de la psychologie. Pour Ekman (2010, p. 21), « mentir est une caractéristique si centrale de l'existence que mieux la comprendre éclaire presque toutes les affaires humaines ». Le sujet cherche à produire la meilleure image possible et cela le conduira à choisir les éléments à divulguer, à les modifier légèrement, à les attribuer à des causes incontrôlables, etc. C'est cet aspect de la communication volontaire qui nous intéresse.

Les entreprises ont pris acte de ces règlements étendus pour multiplier les discours en F&A. C'est particulièrement vrai pour les méga-transactions. Cette tendance est logique considérant la visibilité des entreprises participantes, ainsi que la portée aussi bien à l'échelle nationale que mondiale de ces transactions. Nous pouvons citer en exemple le cas de SBC Communications Inc-Wireless qui a acquis AT&T pour une somme de 16 milliards USD, nous avons extrait 144 communications divulguées conformément aux nouveaux règlements. Nous cherchons à savoir comment les dirigeants justifient les F&A malgré les multiples échecs des F&A et les intérêts privés qu'ils peuvent retirer des F&A.

2.5 Conclusion

Alors que les gains associés à la F&A se révèlent décevants pour les actionnaires de l'entreprise acquéreuse, les intérêts privés des dirigeants s'améliorent systématiquement. Cette conclusion est basée sur une série de recherches réalisée à différentes périodes et ayant recours à différentes mesures de performance et des intérêts privés (Bradley *et al.*, 1988; Rau et Vermaelen, 1998 ; Agrawal *et al.*, 1992; Loughran et Vijh, 1997; Ismail, 2011; Duchin et Schmidt, 2013;Girma *et al.*, 2006; Grinstein et Hribar, 2004).

Pourtant, malgré le pouvoir et l'efficacité du conseil d'administration, les dirigeants réussissent à obtenir l'adhésion des administrateurs au projet de F&A. Le conseil d'administration a le pouvoir de rejeter des décisions qui ne sont pas conformes aux intérêts des actionnaires, mais il ne l'exerce pas. Les administrateurs qui sont censés représenter leurs intérêts les encouragent à les approuver, et ils octroient de gros bonus aux dirigeants pour avoir fait perdre de l'argent aux actionnaires (Grinstein et Hribar, 2004).

Ces résultats relancent la question des raisons qui incitent les actionnaires de l'entreprise acquéreuse à approuver les F&A de façon quasi-systématique. En nous basant sur la théorie de la gestion des impressions, nous cherchons à établir les profils des discours des dirigeants des entreprises acquéreuses lors du processus F&A. Nous analyserons comment les dirigeants expliquent et justifient la synergie. Il importe d'examiner les arguments que les dirigeants utilisent pour informer les actionnaires, bien sûr, mais aussi pour défendre le projet de F&A.

CHAPITRE III

LA GESTION DES IMPRESSIONS DANS LE CONTEXTE DES FUSIONS- ACQUISITIONS

Considérant les conclusions qui se dégagent des recherches sur les F&A, le défi pour les dirigeants est de créer une perception que les F&A sont conformes aux intérêts des actionnaires. Notre objectif est de comprendre comment les actionnaires et les administrateurs ont été convaincus d'adhérer aux projets de F&A. Théoriquement, si les actionnaires et les administrateurs continuent d'approuver les projets de F&A, c'est parce que les F&A sont conformes à leurs intérêts ou aux intérêts de ceux qu'ils représentent. On sait que ce n'est pas le cas, les enquêtes réalisées par des professionnels en F&A ainsi que de nombreuses recherches indiquent que les F&A détruisent la valeur actionnariale (Bradley *et al.*, 1988; Rau et Vermaelen, 1998 ; Agrawal *et al.*, 1992; Loughran et Vijh, 1997; Ismail, 2011; Duchin et Schmidt, 2013;Girma *et al.*, 2006; Grinstein et Hribar, 2004). Nous cherchons à identifier les arguments que les dirigeants utilisent pour justifier les F&A sur le terrain sachant que les F&A détruisent la valeur actionnariale de l'entreprise acquéreuse et que les dirigeants sont les principaux bénéficiaires des F&A.

Si les actionnaires et les administrateurs continuent d'approuver les F&A, c'est peut-être parce qu'on les pousse à croire que c'est une décision rationnelle. Nous faisons ici référence à la gestion des impressions, une pratique qui consiste à manipuler la perception et la décision d'autrui (Merkl-Davies *et al.*, 2011).

La gestion des impressions tire ses origines de la psychologie sociale. C'est un champ de recherche qui porte sur les efforts déployés pour protéger ou pour créer une image, une identité ou une réputation positive (Connolly-Ahern et Broadway, 2007). Autant les individus que les organisations peuvent essayer de manipuler les renseignements qu'ils fournissent pour influencer la perception que les autres se font d'eux. En entreprise, la gestion des impressions correspond à une tentative de contrôler la perception sur la performance (Godfrey, Mather et Ramsay, 2003; Merkl-Davies et Brennan, 2011).

3.1 La gestion des impressions en comptabilité

En comptabilité, la gestion des impressions désigne une pratique qui vise à contrôler la perception des parties prenantes sur la performance de l'entreprise (Neu, 1991). Pour Godfrey *et al.* (2003), on parle de gestion des impressions quand :

[...] management selects the information to display and presents that information in a manner that is intended to distort readers' perceptions of corporate achievements. (Godfrey *et al.*, 2003, p. 96)

Écrite ainsi, la gestion des impressions constitue une stratégie délibérée de manipulation de la perception. Elle consiste à déformer la présentation et la teneur de l'information financière dans le but de projeter une image plus favorable de la performance de l'entreprise. Les recherches sur la gestion des impressions sont principalement menées sur les sections du rapport annuel dont le contenu n'est pas réglementé. De nombreuses recherches portent également sur les divulgations volontaires notamment sociales et environnementales (Aerts, Cormier et Mignan,

2008; Godfrey et al., 2003; Brennan, Daly et Harrington, 2010; Cho, Michelon et Patten, 2012; Jones, 2011).

Il y a deux conceptions opposées des communications volontaires. D'un côté, ce sont des renseignements additionnels qui aident les investisseurs à comprendre l'information financière contenue dans le rapport annuel (Iatridis, 2013). Cet argument suppose que la divulgation volontaire relève d'une motivation économique. Les dirigeants cherchent à réduire l'asymétrie d'information entre l'entreprise et les actionnaires et non à en tirer profit.

De l'autre côté, ce sont des outils de gestion des impressions. Les tenants de cette approche estiment que tant qu'une communication est à la discrétion des dirigeants, la décision de divulgation, et le contenu du message demeurent contextuels. Les dirigeants ont toute la latitude de mettre en évidence ou d'omettre une information en fonction de leurs objectifs. C'est pour cette raison que la divulgation volontaire est considérée comme un outil potentiel de gestion des impressions. Elle serait particulièrement efficace auprès des utilisateurs non sophistiqués (Aerts *et al.*, 2008; Godfrey et al., 2003; Brennan *et al.*, 2010; Cho et al., 2012; Jones, 2011). Les recherches qui adoptent cette approche partent alors d'une prémisse que les dirigeants se servent des communications volontaires pour façonner l'opinion sur la performance de l'entreprise. C'est cet aspect de la communication volontaire que nous voulons tester dans le contexte des F&A.

Les recherches sur la gestion des impressions sont réalisées du point de vue soit de l'émetteur soit du récepteur du message. Du point de vue de l'émetteur, l'analyse porte sur les motifs de la gestion des impressions et les stratégies adoptées par les dirigeants pour gérer les impressions (Jones, 2011; Brennan et Merkl-Davies, 2014; Smith et Taffler, 2000; Beattie et Jones, 2000). Du point de vue du récepteur, il s'agit d'étudier la réaction des investisseurs, et d'évaluer l'efficacité des stratégies de communication (Lambert, Leuz et Verrecchia, 2007; Baginski, Hassell et Hillison, 2000; Kothari, Li et Short, 2009).

3.1.1 Les déterminants et les finalités de la gestion des impressions

Prakash et Rappaport (1977) relient la gestion des impressions à l'anticipation des répercussions négatives de l'information qui va être communiquée :

An individual's anticipating the consequences of his communication might lead him – before any information is communicated and, hence, even before any consequences arise – to choose to alter the information, or his behaviour, or even his objectives. (Prakash et Rappaport, 1977, p.30)

Prakash et Rappaport (1977) suggèrent ainsi que la gestion des impressions se pose dans les situations où il y a un écart entre l'image de l'entreprise telle qu'elle est perçue par les dirigeants et les attentes des investisseurs externes. En appliquant cette proposition au contexte organisationnel, les dirigeants s'engagent dans la gestion des impressions parce qu'ils anticipent des réactions négatives des investisseurs à l'information qu'ils auront à communiquer.

La gestion des impressions peut être motivée par des objectifs économiques. C'est le cas lorsque les dirigeants cherchent à réduire les coûts de financement. L'idée est que les actionnaires se retireront de l'entreprise si les résultats ne sont pas conformes à leurs attentes, ou ils exigeront une prime supplémentaire pour compenser ce risque. Un même raisonnement s'applique envers les établissements de financement. Une image avantageuse de la situation financière évitera à l'entreprise un rationnement de crédit, et lui permettra de se financer à un meilleur coût. La gestion des impressions a ici pour objectif de contrôler les coûts qui pourront résulter d'une communication laissant présager que les capitaux fournis par les actionnaires ne sont pas investis conformément à leurs intérêts (Diamond, 1985; Diamond et Verrecchia, 1991; Kim et Verrecchia, 1994).

Mais elle peut être de nature opportuniste. Une grande majorité de recherches considère que la gestion des impressions est un choix délibéré que les dirigeants font pour protéger ou maximiser leurs intérêts personnels (Merkl-Davies et Brennan, 2011; Brennan et al., 2009; Clatworthy et Jones, 2003). Puisque la performance des dirigeants n'est pas directement observable, et que leurs rémunérations sont alignées en partie sur la performance de l'entreprise (Bodolica et Spraggon, 2009b), les dirigeants peuvent être incités à produire des informations qui répondent aux attentes des actionnaires. Le but en est d'éviter que les actionnaires prennent des décisions qui iront à l'encontre des intérêts privés des dirigeants. De cette façon, les dirigeants augmentent leurs chances de bénéficier d'une augmentation des rémunérations, des primes et de tout autre avantage. La gestion des impressions risque ainsi de créer une mauvaise allocation des ressources, et un enrichissement des dirigeants aux dépens des actionnaires ou des autres parties prenantes.

Nous retrouvons dans ces motifs la vision de la théorie de l'agence. Le problème de cette approche est qu'elle suggère que le processus décisionnel en matière de communication dans l'entreprise est géré selon une loi de maximisation de l'utilité. Les décisions sont prises sur la base des calculs de coûts-avantages. Elles sont centrées sur les dirigeants, leur opportunisme et leurs intérêts. Tous les phénomènes économiques sont gouvernés par des lois universelles fondées sur les besoins physiologiques de l'homme, et donc sur des lois qui sont antérieures à toute convention sociale.

3.1.2 La gestion des impressions dans les fusions-acquisitions

On peut faire une mise en perspective des déterminants de la gestion des impressions avec la performance des F&A. Alors que les gains générés par les F&A se révèlent généralement décevants pour les actionnaires de l'entreprise acquéreuse (Cai et Vijn, 2007; Alexandridis *et al.*, 2013), les intérêts privés des dirigeants s'améliorent (Girma *et al.*, 2006; Grinstein et Hribar, 2004). À ces résultats nous ajoutons l'idéologie dominante qui est : la croissance ou la mort pour les entreprises.

Une entreprise n'est bien vue que si elle arrive à maintenir une hausse continue de son taux de rendement du capital. Une économie en croissance signifie « une concentration toujours plus forte de la richesse et du pouvoir entre quelques mains » (Piketty, 2013, p.15). Cette idéologie influence autant les administrateurs que les actionnaires.

Considérant l'écart entre les attentes des actionnaires vis-à-vis des F&A et la conclusion qui se dégage des recherches en F&A, le défi pour les dirigeants consiste à persuader les actionnaires de l'intérêt économique de la F&A. Le projet de F&A risque de se heurter à un refus ou à une mauvaise évaluation de la part des actionnaires et des administrateurs s'ils ne sont pas convaincus que des synergies pourront se développer à l'issue des F&A. En cas de refus, les dirigeants perdent une opportunité d'améliorer leurs richesses et leur prestige. C'est un contexte favorable à la gestion des impressions.

3. 2 Les techniques de gestion des impressions

Les dirigeants gèrent les impressions à travers des manipulations des thèmes, des présentations visuelle et structurelle de l'information, et des attributions causales de la performance (Merkl-Davies *et al.*, 2011).

La manipulation thématique consiste à sélectionner les éléments d'information les plus favorables dans un ensemble d'informations disponibles (Schleicher, 2012). Les manipulations visuelles et structurelles concernent la présentation de l'information. On parle de manipulations visuelles lorsque les dirigeants utilisent des techniques de présentation pour rendre un élément d'information plus évident aux lecteurs, ou lorsque les graphiques, par exemple, ne sont pas à l'échelle ou sont tronqués afin qu'un élément apparaisse plus ou moins important (Beattie et Jones, 2000). Les manipulations structurelles consistent à renforcer un argument que les dirigeants considèrent comme essentiel à l'aide de qualificatifs ou par la répétition de l'argument (Brennan *et al.*, 2009; García Osma et Guillamón-Saorín, 2011). Les performances

réalisées ou prévues divulguées par les dirigeants sont généralement accompagnées d'une présentation des facteurs qui ont contribué au résultat, c'est la technique de l'attribution causale (Merkl-Davies et Brennan, 2011; Beattie, 2014; Clatworthy et Jones, 2003). La recension de ces techniques de gestion des impressions nous permettra d'émettre nos hypothèses sur les arguments que les dirigeants utiliseront pour justifier les F&A sur le terrain.

3.2.1 Un contenu ciblé

La sélection du contenu constitue la technique de gestion des impressions la plus répandue. Elle consiste à introduire des biais dans le discours en mettant en valeur des éléments d'information spécifiques dans le but de générer une impression positive. À travers les recherches de Smith et Taffler (2000), Brennan *et al.* (2009), et Schleicher (2012), on voit que la gestion des impressions ne signifie pas que les informations divulguées soient nécessairement frauduleuses, elles peuvent être parcellaires. Les dirigeants introduisent des biais de manière subtile dans leurs communications en focalisant l'attention sur des éléments d'information en particulier.

Smith et Taffler (2000) font constater que les dirigeants sont à l'affût des techniques qui permettent d'influencer la perception des actionnaires quant à leur capacité à gérer les ressources qui leur sont confiées. Ils privilégient les données qui touchent directement les intérêts des principaux investisseurs de l'entreprise. C'est une décision pertinente considérant les attentes des investisseurs. Les actionnaires s'attendent à un gain suffisant sous forme de dividendes ou de plus-value. Les créanciers, quant à eux, veulent une idée exacte de la solvabilité de l'entreprise. Les dirigeants ont intérêt à fournir des indicateurs qui permettent aux actionnaires et aux créanciers de vérifier que les capitaux mis à disposition de l'entreprise ont été affectés conformément à leurs intérêts. En parlant de profits, d'emprunts et de dividendes, les dirigeants répondent à leurs préoccupations majeures. Mais il ne suffit pas d'aborder les thèmes qui intéressent les lecteurs, il faut sélectionner les informations qui sont les plus avantageuses.

3.2.2 Un contenu positif

Les recherches de Clatworthy et Jones (2003) et Smith et Taffler (2000) montrent que les dirigeants parlent rarement des mauvaises nouvelles. Clatworthy et Jones (2003) comparent les quantités d'informations négatives et d'informations positives dans la lettre du président selon que la performance de l'entreprise soit bonne ou mauvaise. Ils constatent que les informations divulguées sont majoritairement positives, quelle que soit la performance de l'entreprise. Les résultats indiquent également que même lorsque la performance de l'entreprise est en déclin, les dirigeants discutent rarement de la nature et des raisons de la mauvaise performance.

En somme, les entreprises ne s'attardent pas sur les aspects négatifs, et mettent l'accent sur les aspects positifs de leurs activités. La gestion des impressions est peut-être plus évidente pour les entreprises non performantes, mais cette pratique est commune à toutes les entreprises. Tous les dirigeants s'efforcent de présenter la performance de l'entreprise sous son meilleur jour possible. Les dirigeants s'engagent dans cette voie dans l'objectif de réduire le coût du capital, de répondre aux attentes des actionnaires, d'accroître leur richesse, ou de diminuer le risque de l'entreprise (Stolowy et Breton, 2004). Il serait pertinent d'étudier comment les dirigeants mettent en exergue le contenu positif et passent les points négatifs sous silence.

3.2.3 Indicateurs quantitatifs

Les recherches de Schleicher (2012), Brennan *et al.* (2009), Clatworthy et Jones (2006), et Merkl-Davies *et al.* (2011) permettent d'examiner comment les dirigeants annoncent l'information pour qu'elle soit perçue positivement, ou du moins pour qu'elle ne génère pas d'impressions négatives.

Clatworthy et Jones (2006) notent que dans la lettre du président, les résultats positifs sont mis en évidence avec des indicateurs de performance quantitatifs précis, tandis

les performances négatives sont exprimées avec des terminologies comptables, et des expressions vagues. Ces résultats corroborent ceux obtenus par Schleicher (2012) dans son analyse des déclarations prospectives. Lorsque les dirigeants anticipent un recul des ventes ou des profits, ils rendent leurs communications ambiguës. Ils utilisent des expressions qualitatives qui ne sont pas suffisamment précises telles que « prometteur » ou « encourageant ». Ces expressions peuvent être interprétées librement par les lecteurs. Par contre, lorsqu'ils prévoient une progression de la performance de l'entreprise, ils quantifient les prévisions. L'utilisation de données quantitatives constitue alors un indicateur de crédibilité.

Les dirigeants peuvent être réticents à divulguer les prévisions sous une forme quantitative. Comme les investisseurs peuvent facilement faire une vérification *ex post* de la robustesse des prévisions, certains dirigeants préfèrent gérer subtilement les impressions avec des informations qualitatives pour éviter tout risque de perte de réputation ou même de poursuite judiciaire. Brennan *et al.* (2009) et Schleicher (2012) montrent cependant qu'il est possible de gérer les impressions avec des données quantitatives sans compromettre l'authenticité de l'information.

La recherche de Brennan *et al.* (2009) porte sur l'annonce des résultats financiers dans les communiqués de presse. Ils mettent en évidence que les dirigeants sélectionnent les mesures de performance qui donnent la meilleure image de l'entreprise parmi un ensemble d'indicateurs disponibles. Les dirigeants optent par exemple pour la mesure de profit qui est en amélioration constante, ou qui a enregistré une croissance significative. Ainsi entre un bénéfice avant les éléments extraordinaires qui augmente de 21,1%, et un bénéfice avant intérêts et impôt qui s'est accru de 6,6%, les dirigeants choisissent la mesure la plus élevée même si celle-ci est moins pertinente.

On retrouve cette technique dans les déclarations prospectives (Schleicher, 2012). Les dirigeants qui prévoient une baisse des ventes ou des profits se concentrent sur des segments qui sont en progression. Comme les grandes entreprises opèrent habituellement dans différentes régions et offrent plusieurs produits, il n'est pas

difficile d'isoler des segments qui évoluent positivement malgré une tendance générale à la baisse pour l'ensemble du groupe. Il suffira par la suite de sélectionner stratégiquement un horizon temporel qui permet de présenter le taux de progression le plus avantageux.

Le tableau 3.1 récapitule les techniques de manipulation du contenu thématique qui viennent d'être présentés. Les dirigeants sélectionnent les éléments d'informations qui répondent aux préoccupations des principaux investisseurs, et qui donnent la meilleure image possible de l'entreprise.

Tableau 3.1
Les manipulations du contenu thématique

Auteurs	Manipulations
Clatworthy et Jones (2003)	<ul style="list-style-type: none"> • Dissimuler les mauvaises nouvelles • Insister sur les bonnes nouvelles
Smith et Taffler (2000)	<ul style="list-style-type: none"> • Utiliser des indicateurs de performance touchant les intérêts des principaux investisseurs
Clatworthy et Jones (2006)	<ul style="list-style-type: none"> • Utiliser des indicateurs quantitatifs pour les bonnes performances • Utiliser des terminologies comptables pour parler des mauvaises performances
Schleicher (2012)	<ul style="list-style-type: none"> • Masquer une mauvaise nouvelle avec des expressions qualitatives optimistes • Illustrer une bonne nouvelle avec des indicateurs quantitatifs de performances clairs
Brennan <i>et al.</i> (2009)	<ul style="list-style-type: none"> • Choisir des segments d'activité qui sont en amélioration constante • Choisir une période de référence donnant la progression la plus avantageuse des performances

3.2.4 Présentations visuelles et structurelles de l'information

Gaggiotti (2012) effectue une analyse de la rhétorique de la synergie dans les F&A. Il constate que les dirigeants utilisent une juxtaposition d'éléments visuels, oraux, et écrits pour construire une histoire sur la synergie, la manière dont elle se développe, et les avantages de la F&A. Les différents éléments du discours interagissent pour permettre aux investisseurs de mieux visualiser l'intérêt de la F&A. Brennan *et al.* (2009) s'intéressent particulièrement aux manipulations visuelles et structurelles de l'information. Les émetteurs de message attirent l'attention des lecteurs à l'aide d'une présentation visuelle captivante (storytelling visuel), la répétition, et l'utilisation d'adverbes, d'adjectifs qualifiants ou de superlatifs.

La présentation visuelle du message est travaillée de sorte que l'argument sur lequel les dirigeants souhaitent attirer l'attention saute aux yeux des lecteurs (Brennan *et al.*, 2009). C'est une technique de gestion des impressions qui se retrouve couramment dans les communications des entreprises, même dans celles qui sont à caractère légal. On peut citer en exemple le rapport annuel qui est passé d'une conception minimaliste et très administrative à un document créatif, riche en images. L'information positive est placée bien en vue, et mise en évidence avec des caractères typographiques attrayants (taille, caractère gras, couleur, italique, soulignement), et des graphiques déséquilibrés offrant une vision inspirante des réalisations de l'entreprise (Beattie et Jones, 2000). Par contre, l'information négative est reléguée dans des emplacements moins visibles (Brennan *et al.*, 2009).

Une des techniques de manipulation structurelle consiste à utiliser des qualificatifs pour mettre l'accent sur certains propos ou au contraire pour modérer leurs effets (Brennan *et al.*, 2009). Des adverbes ou des adjectifs qualifiants sont ajoutés aux mots-clés pour renforcer les arguments jugés importants (exemples : « *forte* croissance », « amélioration *importante* », « *extrêmement* compétitif »). La modération est plus susceptible de se produire avec les mots-clés négatifs qu'avec les mots-clés positifs (exemples : « faible recul », « légèrement baissé »).

Un élément d'information est réputé être répété lorsqu'il est mentionné plus d'une fois dans le discours même lorsqu'il y a de légères variations dans la manière dont celui-ci est exprimé (García Osma et Guillamón-Saorín, 2011). Les dirigeants utilisent la répétition pour mettre l'accent sur des portions spécifiques du discours. Dans sa recherche sur les rapports annuels de British Telecom (BT) plc. par exemple, Davison (2008) constate que les dirigeants se servent de la répétition pour construire l'identité de l'entreprise et asseoir sa position sur le marché. La répétition ne s'applique pas uniquement aux mots et aux phrases, les dirigeants répètent les graphiques et les chiffres. À titre d'exemple, Brennan *et al.* (2009) notent que le montant du profit figure à plusieurs endroits du communiqué de presse.

La répétition constitue un moyen de présenter un message clair, mais elle permet par-dessus tout de capter l'attention des lecteurs sur des sujets précis. Elle conduit à une meilleure mémorisation, et crée une familiarité avec l'idée contenue dans le message. C'est donc un outil de persuasion. La répétition du message fait alors partie des techniques permettant d'influencer la perception et le jugement des investisseurs, et d'obtenir leur adhésion aux points de vue suggérés par les dirigeants (Brennan *et al.*, 2009).

Le tableau 3.2 récapitule les manipulations des présentations visuelles et structurelles auxquelles les dirigeants ont recours pour souligner les informations positives et de détourner l'attention des investisseurs des informations négatives.

Tableau 3.2
Les manipulations des présentations visuelles et structurelles

Auteurs	Caractéristiques
Brennan <i>et al.</i> (2009)	<ul style="list-style-type: none"> • Mettre l'information positive dans un emplacement bien en vue • Mettre en évidence l'information positive avec des caractères typographiques qui attirent l'attention. • Répéter les indicateurs de performance positive • Présenter l'information négative le plus discrètement possible
Davison (2008), Brennan <i>et al.</i> (2009)	<ul style="list-style-type: none"> • Répéter les informations positives (mots, phrases, images, chiffres) • Amplifier les informations positives, et modérer les informations négatives avec des adjectifs et des adverbes

3.2.5 Attributions causales de la performance

Les performances réalisées ou prévues divulguées par les dirigeants sont généralement accompagnées d'attributions causales. Ces explications apportent aux investisseurs des compléments d'information sur les sources de performance, lesquelles ne sont pas directement observables dans les états financiers (Baginski, Hassell et Kimbrough, 2004). Pour Baginski *et al.* (2004), les attributions causales ne sont pas obligatoirement destinées à gérer les impressions. Ce sont des renseignements complémentaires fournis aux investisseurs afin de les aider à comprendre les facteurs clés et le contexte de réalisation des performances. Ceux-ci leur permettront d'évaluer la crédibilité des résultats ou des prévisions.

Cependant, les attributions causales de la performance fournies par les dirigeants ne sont pas neutres. Les dirigeants oscillent entre deux types d'attributions causales, la

performance est attribuée soit à des facteurs internes, c'est-à-dire les compétences, les habiletés managériales, et la qualité des ressources de l'entreprise, soit à des facteurs externes. La tendance qui se dégage des recherches sur les attributions causales est que les dirigeants s'attribuent davantage la responsabilité des bonnes que des mauvaises performances. Ils attribuent les résultats positifs à la qualité des ressources de l'entreprise et aux efforts qu'ils ont déployés (habiletés managériales, stratégies, décisions...). En revanche, les résultats négatifs sont attribués aux évènements externes qui sont indépendants de leur volonté (Merkl-Davies et Brennan, 2011; Beattie, 2014; Clatworthy et Jones, 2003).

Non seulement les dirigeants se dissocient des mauvaises performances, mais ils détournent la situation à leurs avantages. Aerts et Cheng (2011) montrent que le déni de responsabilité pour les mauvaises performances est annoncé de façon implicite. Les mauvaises performances sont présentées comme des évènements qui se sont produits en dépit des efforts qui ont été déployés. Dans le même ordre d'idées, les résultats positifs sont présentés dans un contexte environnemental défavorable, ce qui met encore plus en valeur les compétences des dirigeants. Les dirigeants se servent ainsi de l'attribution causale pour se dissocier des mauvaises performances, et pour rehausser la qualité des ressources et des potentiels de l'entreprise aux yeux des investisseurs.

L'auto-attribution des résultats positifs de l'entreprise par les dirigeants indique que l'attribution causale ne sert pas qu'à gérer les impressions sur la rentabilité de l'entreprise, elle permet aux dirigeants d'attirer l'attention sur eux. C'est ce qui ressort de la recherche de Brennan et Conroy (2013). Les dirigeants se servent de l'attribution causale de la performance pour gérer leur propre image. Ils y voient une façon d'afficher leur importance, et de souligner leurs contributions. Ce comportement est fréquent chez les dirigeants qui font preuve de narcissisme et d'excès de confiance en eux-mêmes. Il est donc possible que l'auto-attribution des succès soit associée à l'hubris des dirigeants autant qu'à une intention de gérer les impressions sur la performance de l'entreprise.

Il faudra toutefois faire remarquer qu'il est légitime pour les dirigeants d'entreprise d'avoir une vision ambitieuse, et d'afficher leur charisme, leur leadership et leurs compétences dans leurs communications. C'est un moyen leur permettant de maintenir une certaine influence sociale, et d'établir leur légitimité auprès de leurs collaborateurs et des parties prenantes. Ils ne peuvent se maintenir comme leaders que dans la mesure où ils apportent quelque chose (une valeur) aux membres de l'entreprise. Les communications des dirigeants peuvent donc constituer un savant mélange de fabulations et de mensonges. Dans ces conditions, il peut être difficile de tracer la limite entre la gestion des impressions et la fabulation, i.e., les parties conscientes et inconscientes du processus. Le tableau 3.3 présente les stratégies d'attributions causales que les dirigeants utilisent pour expliquer la performance de l'entreprise.

Tableau 3.3
Les attributions causales des performances

Auteurs	Caractéristiques
Baginski <i>et al.</i> (2004)	<ul style="list-style-type: none"> • Évoquer des facteurs de risque externes si les prévisions paraissent optimistes • Conditionner la réalisation des objectifs à la stabilité de l'environnement externe
Clatworthy et Jones (2003)	<ul style="list-style-type: none"> • Attribuer les bonnes performances aux habiletés managériales et aux qualités distinctives de l'entreprise • Attribuer les mauvaises performances à des causes qui sont hors du contrôle des dirigeants
Aerts et Cheng (2011)	<ul style="list-style-type: none"> • Rehausser la qualité des facteurs internes en : <ul style="list-style-type: none"> • présentant les résultats positifs dans un contexte environnemental défavorable que les dirigeants ont su surmonter • présentant les résultats négatifs avec les efforts déployés par les dirigeants

Les dirigeants attribuent les résultats positifs à la qualité des ressources de l'entreprise. Les résultats négatifs sont attribués aux événements externes qui sont indépendants de leur volonté.

3.3 Caractéristiques des communications dans les F&A

Nous avons identifié deux principales techniques de gestion des impressions : le rehaussement des points forts, et l'omission ou la dissimulation des points faibles. Pour souligner les aspects positifs de l'entreprise et de sa performance, les dirigeants sélectionnent le contenu qui donne la meilleure image possible de la performance, utilisent des indicateurs de performance clairs, répètent l'information, et choisissent un emplacement stratégique de sorte que l'information soit bien en vue. Pour passer sous silence les points faibles, ils les présentent simultanément avec des informations positives, et d'une manière discrète (Smith et Taffler, 2000; Clatworthy et Jones, 2003; Brennan *et al.*, 2009; Schleicher, 2012).

L'omission des points faibles et le rehaussement des points forts ne sont pas des techniques de gestion des impressions exclusives à l'entreprise. Ces techniques sont fortement similaires à celles qui sont utilisées au niveau interpersonnel. Les individus tentent continuellement de construire une image conforme aux attentes de la Société. Le but en est de montrer que les pratiques, politiques et les performances organisationnelles sont conformes aux normes, valeurs ou croyances de l'ensemble de la Société ou d'un groupe spécifique. Le fait de s'aligner sur les valeurs de la personne cible devra influencer favorablement son opinion (Ellis, West, Ryan et DeShon, 2002 ; Manning, 2014).

Ces quelques considérations sur les motifs des F&A et sur la gestion des impressions nous permettent de proposer un cadre conceptuel propre à identifier les facteurs susceptibles d'influencer le contenu des communications des dirigeants de l'entreprise acquéreuse lors des F&A (Figure 3.1).

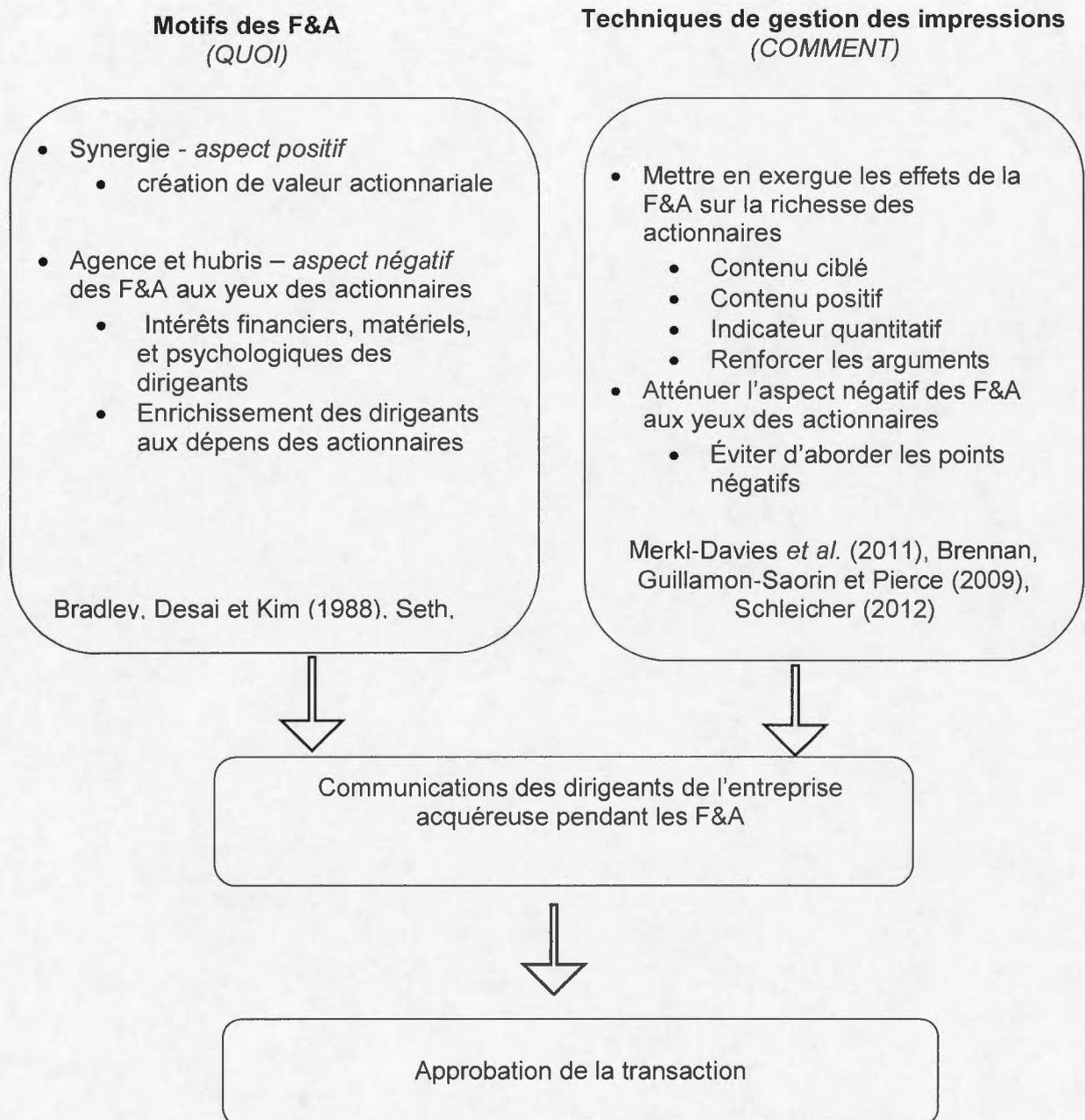


Figure 3.1 Cadre conceptuel de l'analyse de contenu des communications des dirigeants dans les F&A

Deux catégories de facteurs sont susceptibles de déterminer le contenu les communications des dirigeants lors des F&A:

- les motifs des F&A (synergie, agence, hubris) ;
- les techniques de gestion des impressions qui sont utilisées pour mettre en valeur la synergie, et pour passer sous silence les intérêts matériels, financiers et psychologiques des dirigeants dans les F&A

La synergie constitue le principal intérêt des F&A pour les actionnaires. En appliquant les techniques de gestion des impressions au contexte de F&A, la synergie constitue l'aspect positif que les dirigeants ont intérêt à mettre en valeur dans leurs discours. Les avantages que les dirigeants retirent des F&A constituent l'aspect négatif que les dirigeants pourront vouloir masquer.

Nos hypothèses sur le contenu des communications dans les F&A comportent ainsi deux volets :

- la présentation et la justification de la synergie ;
- la construction d'une image que les F&A ne nuisent pas aux intérêts des actionnaires et de leurs représentants malgré les motifs d'agence et d'hubris.

3.3.1 Les principaux destinataires des communications

Avant d'aborder le contenu, intéressons-nous aux destinataires des communications des dirigeants lors des F&A. D'après les recherches sur la gestion des impressions, les communications, notamment volontaires, constituent un outil de gestion des impressions (Aerts *et al.*, 2008; Godfrey *et al.*, 2003; Brennan *et al.*, 2010; Cho *et al.*, 2012; Jones, 2011). Appliquées au contexte des F&A, les communications permettent aux dirigeants d'établir ou de modifier la perception des actionnaires sur les F&A. Elles constituent un moyen pour les dirigeants de toucher leurs cordes sensibles. Les dirigeants doivent obtenir l'approbation des actionnaires ou de leurs représentants

avant de pouvoir enclencher le processus de F&A. En partant d'une prémisse que les dirigeants cherchent à influencer la perception des F&A, la répartition des communications adressées aux différentes parties prenantes de l'entreprise devra indiquer qu'ils ciblent principalement les actionnaires, et qu'une proportion significative des discours leur est alors adressée.

Notre première hypothèse vise à tester si les dirigeants cherchent à influencer la perception des actionnaires en leur adressant une proportion significative de leur discours.

H₁ : Les dirigeants vont adresser une proportion significative de leurs communications aux actionnaires de l'entreprise acquéreuse

3.3.2 Justifier la synergie

L'approche de la synergie suggère que les F&A sont avant tout motivées par la création de valeur, et donc la maximisation de la richesse des actionnaires (Haleblian *et al.*, 2009; Cai et Sevilir, 2012). La synergie constitue à cet effet l'argument qui est le plus susceptible d'intéresser les actionnaires et leurs représentants. Les recherches concernant les effets des F&A sur les intérêts des actionnaires nous permettent d'établir une liste de ce que la synergie signifie en pratique (Tableau 3.4).

Le développement des synergies quelle que soit leur nature devrait se traduire par la création de valeur actionnariale. C'est l'aspect que les actionnaires sont susceptibles de rechercher dans les discours. Ce sont les points positifs des F&A sur lesquels les dirigeants pourront insister pour obtenir l'adhésion des actionnaires.

Tableau 3.4
Les synergies en pratique

Auteurs	Synergies
Cai et Vijn (2007), Oler <i>et al.</i> (2008)	<ul style="list-style-type: none"> • Meilleurs rendements (l'idée dominante)
Gorton <i>et al.</i> (2009)	<ul style="list-style-type: none"> • Économies d'échelle et gamme
Argyres et Zenger (2012), Haleblan <i>et al.</i> (2009)	<ul style="list-style-type: none"> • Contrôle des prix à l'entrée • Facilitation des approvisionnements • Élimination des risques de coupure de l'approvisionnement • Augmentation du pouvoir de négociation avec les fournisseurs et les distributeurs
Shim (2011)	<ul style="list-style-type: none"> • Diminution du risque • Augmentation de la taille • Réduction du coût du capital • Amélioration de la capacité d'endettement
Shenoy (2012)	<ul style="list-style-type: none"> • Amélioration de la qualité du produit • Contrôle des prix de vente • Élimination de la concurrence
Krishnakumar et Sethi (2012), Cefis et Marsili (2012)	<ul style="list-style-type: none"> • Acquisition de nouvelles ressources • Redéploiement des ressources • Amélioration de la capacité d'innovation

Une des techniques de gestion des impressions que nous avons recensée consiste à répéter l'information positive (Brennan *et al.*, 2009; Davison, 2008). En nous basant sur cette technique, nous émettons l'hypothèse que la synergie constitue l'argument central que les dirigeants utiliseront pour convaincre les actionnaires.

H₂ : Les dirigeants adresseront aux actionnaires des communications traitant principalement du thème de la synergie

Les deux prochaines hypothèses portent sur les justifications de la synergie pour rendre l'information convaincante. Un ensemble de recherches souligne l'importance d'accompagner l'annonce de performance d'attributions causales crédibles (Merkl-Davies et Brennan, 2011; Beattie, 2014; Clatworthy et Jones, 2003; Baginski *et al.*, 2004). Ces recherches suggèrent que les dirigeants parviendront à mieux convaincre les investisseurs en exposant les forces et les ressources qui peuvent contribuer au développement de la synergie. Dans le contexte des F&A, la réalisation des synergies espérées dépend de la qualité des stratégies que les dirigeants mettront en place pour exploiter le pouvoir de marché, les économies d'échelle, l'économie des coûts de transaction, ou les ressources des deux entreprises. Elle dépend également de leur aptitude à gérer le processus d'intégration. Aussi, nous émettons l'hypothèse que les dirigeants feront état de leur capacité à développer la synergie dans leurs discours.

H₃ : Les dirigeants convaincront les actionnaires avec des discours comportant une proportion significative d'arguments relatifs au management et à la stratégie

Le deuxième volet de la justification de la synergie porte sur l'utilisation d'informations quantitatives. Les dirigeants ont le choix de publier des prévisions chiffrées des synergies générées par les F&A. D'après la recherche de Dutordoir *et al.* (2014), la propension des dirigeants à divulguer des prévisions chiffrées dépend de la qualité

des informations disponibles permettant de faire une estimation précise des valeurs de la synergie.

Les dirigeants peuvent être réticents à divulguer les prévisions sous une forme quantitative à cause du risque de litige ou de poursuite judiciaire au cas où les prévisions sont contredites par des événements futurs. Réciproquement, l'utilisation d'indicateurs de performance quantitatifs constitue une preuve de fiabilité de l'annonce. Elle permettrait aux actionnaires d'analyser et d'interpréter les prévisions sans aucune ambiguïté (Brennan *et al.*, 2009; Schleicher, 2012; Merkl-Davies *et al.*, 2011). En conséquence, les dirigeants sont susceptibles d'utiliser des prévisions chiffrées dans les discours pour convaincre les actionnaires et les administrateurs qu'ils sont animés par une réelle motivation à développer de la synergie.

H₄ : Les dirigeants utiliseront des prévisions chiffrées des effets de la synergie découlant des F&A pour convaincre les actionnaires

3.3.3. Cacher les motifs d'agence, susciter l'hubris

Les intérêts matériels, financiers et psychologiques des dirigeants dans les F&A sont des motifs inavouables. Les dirigeants peuvent choisir de ne pas aborder cet aspect des F&A dans leurs discours. Selon Laksmana, Tietz et Yang (2012), la divulgation d'informations incomplètes a peu d'effets sur les décisions des investisseurs si l'information omise est difficile à obtenir. Or, l'effet des F&A sur les intérêts des dirigeants est documenté, l'information est accessible au public. Le tableau 3.5 donne des exemples d'intérêts que les dirigeants peuvent tirer des F&A.

Tableau 3.5
Les intérêts des dirigeants

Auteurs	Intérêts
Girma <i>et al.</i> (2006), Grinstein et Hribar (2004)	<ul style="list-style-type: none"> • Primes et bonus spéciaux • Hausse de la rémunération • Augmentation de la sécurité • Avantages matériels (jet privé, chauffeur, sécurité au foyer...)
Withers <i>et al.</i> (2012), Westphal et Zajac (2013)	<ul style="list-style-type: none"> • Augmentation du prestige : être à la tête d'une entreprise puissante • Connexions avec d'autres entreprises et organismes influents

L'omission des intérêts privés du discours risque de remettre en cause la fiabilité de la déclaration ainsi que la crédibilité des dirigeants eux-mêmes. Cette remise en cause ne manquera pas d'affecter la valeur actionnariale de l'entreprise. Toutefois, la révélation de cette information n'est pas exempte de coûts. Même si les dirigeants sont clairement gagnants dans les F&A, ils n'ont aucun intérêt à étaler dans les discours publics qu'ils entreprennent les F&A pour améliorer leur richesse. Il est donc peu probable que les actionnaires réagissent positivement à une hausse des intérêts privés des dirigeants, surtout si celle-ci risque de se faire à leurs dépens. Nous émettons alors l'hypothèse que les arguments d'agence ne seront pas discutés dans les discours aux actionnaires.

H₅ : Les thèmes d'agence ne seront pas discutés dans les discours adressés aux actionnaires

Nous pouvons aborder l'hubris des dirigeants sous un autre angle. L'hubris et l'agence constituent des motifs sous-jacents, mais inavouables ou inconscients des F&A. Ces motifs refoulés peuvent se manifester à tout moment. Les dirigeants peuvent laisser

échapper ces motifs dans leurs discours sans s'en rendre compte. Nous parlons ici de ce que les auteurs appellent un contenu latent (Krippendorff, 2005; Gerbic et Stacey, 2005; Breton et Taffler, 2001). Un contenu manifeste est comparé à la structure des arguments du discours, il se réfère aux concepts directement observables qui peuvent être identifiés et quantifiés avec un degré élevé de fiabilité. En revanche, un contenu latent échappe à la perception consciente, car il n'est pas ouvertement exprimé dans le texte. L'identification du contenu latent nécessite donc « une lecture entre les lignes » (Krippendorff, 2005, p.296).

Craig et Amernic (2011) et de Brennan et Conroy (2013) montrent que les discours des chefs d'entreprise révèlent leur manière de penser et de se comporter. Ils ont mis en évidence que les mots que les dirigeants utilisent dans leur discours révèlent leurs traits de personnalité. Une analyse attentive des discours des dirigeants permet alors de détecter des traits de personnalité pouvant être préjudiciables à une bonne gouvernance et à une conduite éthique. Elle permet de déceler des indices de dysfonctionnement dans le management. Si la quasi-totalité des recherches en F&A aborde de manière claire ce que la synergie signifie en pratique, la recherche de Brennan et Conroy (2013) figure parmi les rares travaux qui proposent une approche pour identifier l'hubris des dirigeants dans les discours. Les auteurs se basent sur la liste des symptômes de l'hubris établie par Owen et Davidson (2009) pour tester l'hubris des dirigeants (Tableau 3.6).

Tableau 3.6
Les différents symptômes de l'hubris

Les 14 symptômes du syndrome de l'hubris

1. Une tendance narcissique à voir le monde comme une arène où exercer son pouvoir et rechercher la gloire.
 2. Une prédisposition à engager des actions susceptibles de présenter l'individu sous un jour favorable, c'est-à-dire pour embellir son image.
 3. Un attrait démesuré pour l'image et l'apparence.
 4. Une façon messianique d'évoquer les affaires courantes et une tendance à l'exaltation.
 5. Une identification avec la nation ou l'organisation, au point que l'individu pense que son point de vue et ses intérêts sont identiques à ceux de la nation ou de l'organisation.
 6. Une tendance à parler de soi à la troisième personne ou à utiliser le « nous » royal.
 7. Une confiance excessive en son propre jugement et un mépris pour les critiques et les conseils d'autrui.
 8. Une impression d'omnipotence sur ce que l'individu est personnellement capable d'accomplir.
 9. Une croyance qu'au lieu d'être responsable devant ses collègues ou l'opinion publique, le seul tribunal auquel il devra répondre sera celui de l'histoire.
 10. Une croyance inébranlable que le jugement de ce tribunal lui sera favorable.
 11. Une perte de contact avec la réalité, souvent associée à un isolement progressif.
 12. Une agitation, imprudence et impulsivité.
 13. Une tendance à accorder de l'importance à leur « vision », à leur choix, ce qui leur évite de prendre en considération les aspects pratiques ou d'évaluer les coûts et les conséquences.
 14. Une incompetence « hubristique », les choses tournent mal parce qu'une confiance en soi excessive a conduit le leader à négliger les rouages habituels de la politique et du droit
-

Owen et Davidson (2009, p.1398) , traduction de Dieguez (2009)

Nous y retrouvons les indices de l'hubris mentionnés dans les recherches sur les F&A, soient le narcissisme, et l'excès de confiance en soi (Doukas et Petmezas, 2007; Billett et Qian, 2008; Al Rahahleh et Wei, 2012; Withers *et al.*, 2012, Westphal et Zajac, 2013). On s'aperçoit que les termes associés à l'hubris gravitent autour de la grandeur, du pouvoir, de la puissance, de l'invulnérabilité, de la gloire et du succès sans limites, donc « le plus grand », « le plus puissant », et « le meilleur ». La majorité des termes associés à l'hubris est composée de superlatifs et d'adjectifs exprimant une qualité positive.

Considérant le motif d'hubris dans les F&A, le discours des dirigeants peut laisser filtrer leurs attentes face aux F&A en termes de fierté, et de contentement de soi. Comme l'idée d'appartenir à une organisation puissante et prestigieuse n'est pas inconciliable aux intérêts des actionnaires, les dirigeants peuvent tenter de susciter l'hubris des actionnaires pour faire passer la leur. Il en résultera un profil de communication qui témoigne de l'hubris des dirigeants sans remettre en cause l'intérêt des F&A pour les actionnaires. Notre sixième hypothèse sert à tester si les dirigeants suscitent l'hubris des actionnaires en créant une image grandiose de la synergie. Nous nous attendons à des discours dans lesquels les dirigeants font une forte association entre les thèmes d'hubris et les thèmes de synergie.

H₆ : Le thème d'hubris sera présenté significativement en co-occurrence avec le thème de synergie

3.4 Conclusion

La figure 3.2 reprend le cadre conceptuel de notre recherche. Celui-ci montre les démarches que nous avons suivies pour identifier les facteurs qui sont susceptibles d'influencer le contenu des communications de l'entreprise acquéreuse lors des F&A, et pour spécifier nos hypothèses de recherches. Nous partons des motivations théoriques des F&A, et des techniques de gestion des impressions.

Techniques de gestion des impressions
Créer une image désirable des F&A

Motifs de synergie

- Construire une image des F&A qui est conforme aux normes, valeurs et croyances des actionnaires

Motifs d'hubris ou d'agence

- Construire une image des F&A qui n'est pas incompatible aux intérêts des dirigeants

Caractéristiques des communications

- Communiquer aux actionnaires (H1)
- Arguments centraux destinés à convaincre les actionnaires : synergie (H2) et management et stratégie (H3)
- Illustration des synergies avec des indicateurs quantitatifs de performance (H4)
- Éviter d'évoquer le thème de l'agence (H5),
- Cooccurrence entre le thème de synergie et le thème d'hubris (H6)

Modèle de classification des discours selon le déroulement de la F&A

- Thèmes discriminants pour l'approbation de la F&A

Figure 3.2 Hypothèses sur le contenu des communications dans les Fusions-Acquisitions

Nos hypothèses sur le contenu des communications dans les F&A nous permettront de déterminer les caractéristiques des discours et la nature des arguments que les dirigeants utilisent pour convaincre les actionnaires d'adhérer aux F&A.

Smith et Taffler (2000) mettent en évidence que le discours de l'entreprise peut être utilisé pour prédire sa performance. À partir des mots utilisés dans la lettre du président, ils ont développé un modèle de prédiction de faillite de l'entreprise. La répartition entre les bonnes et les mauvaises nouvelles annoncées dans la lettre du président permet à elle seule de classer correctement 95% des entreprises. Schleicher (2012) parvient à la même conclusion, la manière dont les dirigeants annoncent les bonnes et les mauvaises nouvelles (la sélectivité, l'ambiguïté des messages) renseigne sur la performance de l'entreprise. Nous cherchons à mettre en place un modèle similaire dans le cadre des F&A.

Les hypothèses que nous avons émises sur les caractéristiques thématiques des communications visant à obtenir l'adhésion aux F&A nous permettront de mettre en place un modèle de classification des discours. Un tel modèle permettra de prédire l'issue de la F&A en fonction des compositions thématiques des discours émis par les dirigeants.

Nous avons besoin d'une méthodologie pour tester ces hypothèses sur les discours émis par les dirigeants. L'analyse de contenu figure parmi les méthodes de recherche qui ont été développées expressément pour l'étude des communications. L'analyse de contenu est largement utilisée en management et stratégies notamment dans l'analyse et le suivi des sondages d'opinion, des discours médiatiques, et des discours organisationnels (Arndt et Bigelow, 2000; Short et Palmer, 2007 ; Vaara et Tienari, 2011). Les recherches en comptabilité ne sont pas en reste. De nombreux travaux font appel à l'analyse de contenu pour l'étude de la lettre du Président (Smith et Taffler, 2000, Clatworthy et Jones, 2003, Kothari *et al.*, 2009, Hooghiemstra, 2010), des communiqués de presse (Guillamon-Saorin, Osma et Jones, 2012), et des divulgations sociales et environnementales (Moseñe, Burritt, Sanagustín, Moneva et Tingey-Holyoak, 2013; Manetti et Toccafondi, 2012).

L'analyse de contenu est propre à fournir de nouvelles connaissances, et à améliorer la compréhension de phénomènes particuliers. Mais sa qualité dépend du respect des procédures systématiques et objectives sur lesquelles la technique s'appuie.

CHAPITRE IV

MÉTHODOLOGIE

Nous tâchons de comprendre pourquoi les administrateurs et les actionnaires de l'entreprise acquéreuse continuent à donner leur accord bien que les F&A soient associées à de piètres performances. Pour y parvenir, nous proposons une approche d'analyse de contenu des documents que les dirigeants des entreprises acquéreuses émettent pour obtenir l'adhésion des actionnaires au projet de F&A.

Berelson (1952) définit l'analyse de contenu comme une technique de recherche servant à la description objective, systématique, et quantitative du contenu manifeste de communication. Elle implique un découpage du discours en un nombre limité de catégories thématiques. L'objectif est de donner une représentation condensée des données textuelles brutes en mettant en évidence les thèmes principaux qui sont représentatifs du discours. Il s'agit en quelque sorte de reconstruire le corpus à travers des agencements de catégories thématiques. Chaque catégorie thématique regroupe les mots qui appartiennent au même thème. L'analyse porte sur l'occurrence ou la cooccurrence des thèmes, laquelle représente alors la place accordée à l'idée correspondante dans le discours (Krippendorff, 2005). Le graphique de cheminement de la Figure 4.1 montre les principales étapes de notre analyse.

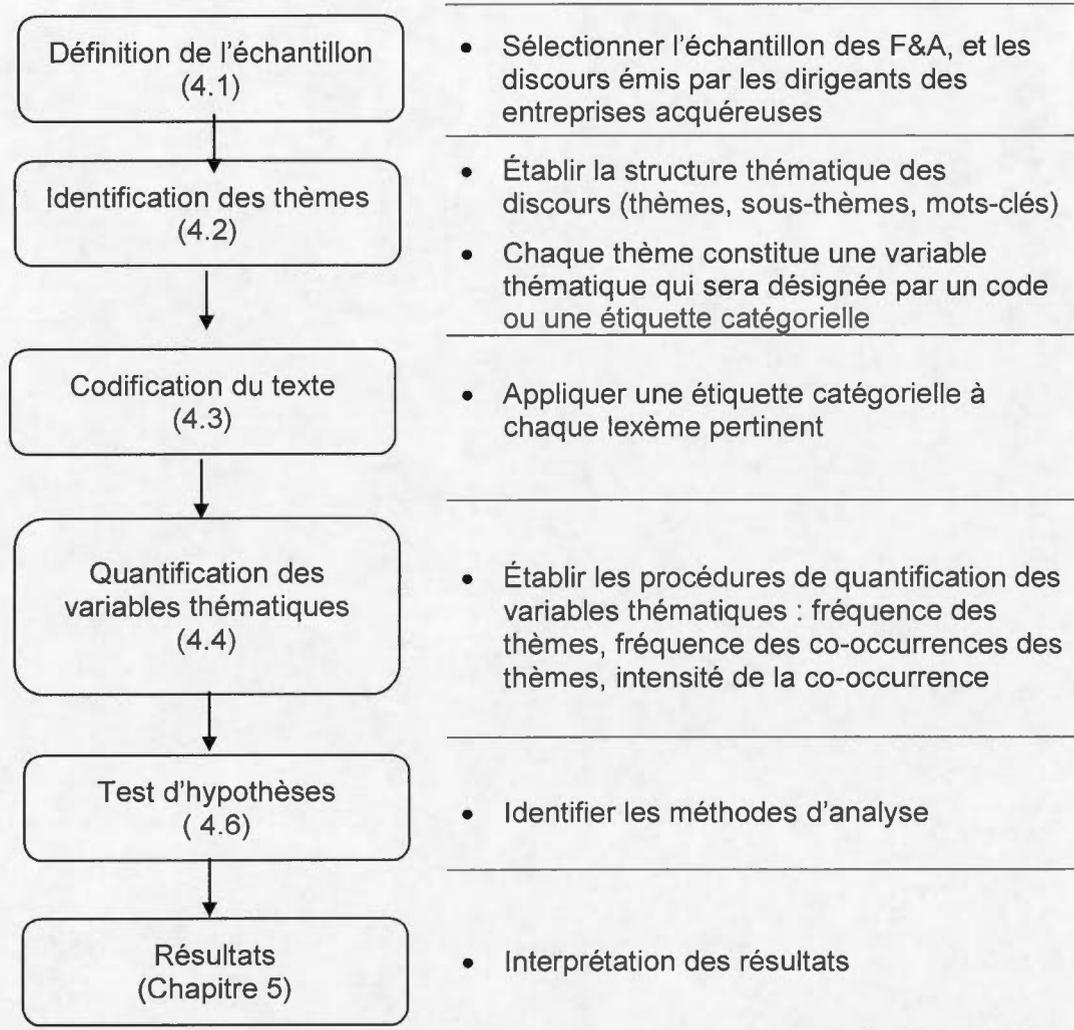


Figure 4.1 Étapes de l'analyse de contenu

Ces étapes sont issues de la méthodologie proposée par Krippendorff (2005). Il faut définir l'échantillon de discours qui seront soumis à l'analyse de contenu, identifier les thèmes qui serviront à classer les textes, définir les principes d'encodage, et mettre en place les procédures de quantification des variables thématiques.

4.1. Échantillon

Notre recherche couvre une période de quatorze ans allant de 2000 à 2013 inclusivement, soit depuis l'année où les règlements étendus sur la divulgation en F&A sont entrés en vigueur. La liste des F&A qui ont eu lieu au cours de cette période a été extraite de la base de données SDC Platinum (Tableau 4.1). 121 258 F&A entre des entreprises étasuniennes ont été annoncées au cours de cette période. De cette liste initiale, nous avons éliminé les rachats d'actions, les transactions pour lesquelles la valeur n'est pas disponible, et celles dont la cible et/ou l'acquéreuse ne sont pas des entreprises publiques

Tableau 4.1
Les fusions-acquisitions annoncées entre 2000 et 2013 aux États-Unis

	Nombre de transactions	Valeur totale des transactions (Million USD)
F&A annoncées entre des entreprises étasuniennes	121 258	
F&A dont la valeur n'est pas disponible	71 328	
Population totale	49 930	17 748 124
Moins		
Cible et/ou acquéreuse non publiques	18 565	5 151 025
Rachat d'actions	9 790	4 914 133
État de la transaction en attente ou inconnu	2 190	125 984
	19 385	7 556 982

Notre recherche porte sur les caractéristiques des discours menant à l'approbation de la transaction, nous avons alors besoin d'identifier l'issue de la transaction. Nous avons éliminé les transactions qui sont en suspens ou dont le statut d'avancement est inconnu. 19 385 F&A satisfont à ces critères. Toutefois, nous nous intéressons aux méga-transactions, car ce sont les transactions importantes qui risquent d'être plus remises en question par les actionnaires que celles de faible valeur, de plus depuis 2011, on assiste à un accroissement des méga-transactions notamment aux États-Unis. Nous devons alors restructurer les données de manière à regrouper les F&A semblables et choisir celles qui ont les valeurs les plus élevées.

4.1.1 Sélection des méga-transactions

Pour nous assurer d'avoir les transactions les plus importantes, nous avons classé les F&A par ordre d'importance. Nous avons constitué trois groupes de transactions de sommes égales. Le tableau 4.2 donne la répartition des F&A entre les trois groupes, les valeurs totales et les valeurs moyennes des F&A.

Tableau 4.2
Répartition des transactions selon leur valeur respective et sélection de l'échantillon

	Nombre de F&A	Valeur totale des transactions (Million USD)	Valeur moyenne (Million USD)
(1) F&A constituant le tiers supérieur en valeur de l'ensemble des transactions	123	2 520 253	20 489
(2) F&A constituant le tiers médian en valeur de l'ensemble des transactions	1 099	2 519 009	2 292
(3) F&A constituant le tiers inférieur en valeur de l'ensemble des transactions	18 163	2 517 720	138

123 F&A forment le tiers supérieur des valeurs totales des transactions, elles ont une valeur moyenne de 20 489 millions USD. 1 099 F&A forment le tiers médian, leur valeur moyenne de 2 292 millions USD. 18163 F&A forment le tiers inférieur, elles ont une valeur moyenne de 389 millions USD. Les résultats d'une ANOVA indiquent que les valeurs moyennes des transactions des trois groupes sont statistiquement différentes ($p < ,001$).

Nous avons pris les F&A qui cumulent le tiers supérieur de la somme des valeurs F&A au cours de la période de recherche. Cette procédure permet d'éliminer les transactions de moyenne ou de faible valeur et de ne retenir que les F&A les plus importantes.

Les méga-transactions sélectionnées satisfont aux critères suivants : (i) l'acquéreur et la cible sont des entreprises publiques étasuniennes (ii) l'issue de la transaction est connue (iii) la valeur est supérieure ou égale à 7,513 milliards USD. 123 F&A répondent à ces critères, leurs valeurs se situent entre 7,513 milliards et 164,746 milliards US, pour une valeur totale de 2 520,253 milliards USD. Parmi ces 123 méga-transactions, 23 ont été rejetées dont 4 par la Commission Fédérale Antitrust, 100 ont été complétées. Les 123 F&A ont été mises en œuvre par 105 entreprises, 15 entreprises ont effectué plus d'une méga-transaction au cours de cette période.

Le tableau 4. 3 présente la répartition des transactions par secteur d'activité.

Tableau 4.3
Répartition des transactions par secteur d'activité

Secteur d'activité de l'entreprise acquéreuse	Transactions	Pourcentage
Consumer Products and Services	3	2,44%
Energy and Power	27	21,95%
Financials	26	21,14%
Healthcare	11	8,94%
High Technology	14	11,38%
Industrials	6	4,88%
Materials	7	5,69%
Media and Entertainment	9	7,32%
Real Estate	2	1,63%
Retail	3	2,44%
Consumer Staples	6	4,88%
Telecommunications	9	7,32%
Total	123	100,00%

Les transactions dans le secteur de l'électricité, du gaz et des énergies renouvelables dominent notre échantillon. Cette répartition est représentative de l'évolution mondiale des F&A. Selon une étude menée par le cabinet PwC, les transactions dans le secteur de l'énergie ont atteint des sommets en 2014. Leur niveau, à plus de 240 milliards de dollars, est le plus élevé depuis dix ans. 66% de ces transactions ont été conduites aux États-Unis.

4.1.2 Les communications volontaires

En ce qui concerne les discours émis par l'entreprise acquéreuse, ceux-ci ont été extraits de la base de données EDGAR de la SEC. Nous avons extrait les discours

qui ont été tenus entre la date d'annonce de l'intention d'initier une F&A et la date d'approbation ou de rejet de la F&A. Dans la base de données SDC Platinum, la date de l'annonce est la date à laquelle une ou plusieurs parties rendent publique une intention commune ou unilatérale d'entreprendre une F&A, aucune entente formelle n'est nécessaire. Elle correspond donc à la date de la divulgation des discussions entre les parties, ou de la divulgation d'une approche unilatérale faite par un soumissionnaire potentiel (SDC, 2011). Le tableau 4.4 donne la répartition des discours selon le dénouement des transactions.

Tableau 4.4
Nombre de communications selon le dénouement du projet de fusion-acquisition

	Nb. F&A	Nombre de communications			
		Total	Min	Max	Moy
F&A complétées					
Sans communication volontaire	22				
Avec communications volontaires	78	1 291	1	138	16,55
	100				
F&A retirées					
Sans communication volontaire	6				
Avec communications volontaires	13	225	1	67	17,30
	19				
F&A rejetées par la Commission Fédérale Antitrust					
Sans communication volontaire	0				
Avec communications volontaires	4	58	4	23	14,5
	4				
Total					
Sans communication volontaire	28				
Avec communications volontaires	95	1 574	1	138	16,58
TOTAL	123				

Parmi les 123 F&A, 95 se sont prévaluées des règlements étendus sur les communications dans les F&A pour discuter avec les actionnaires et les autres parties prenantes. Par ailleurs, 28 s'en sont tenues aux formulaires dont la forme et le contenu sont prescrits.

Au cours de notre période d'analyse, 1791 discours ont été émis conformément aux règlements étendus sur la divulgation en F&A. Après avoir éliminé les doublons et les documents non pertinents (exemple : carte de vote), nous avons alors un échantillon de 1574 discours pour les 95 F&A ayant émis des communications volontaires. Parmi les 1574 discours, 1291 communications ont été émises dans le cadre des F&A complétées, 225 par les entreprises dont l'offre a été retirée par l'entreprise acquéreuse, et 58 par les entreprises dont la F&A était rejetée par la Commission Fédérale Anti-trust. Une entreprise acquéreuse émet entre une et 138 communications volontaires pour une F&A. L'analyse de contenu proprement dite portera sur les communications adressées aux actionnaires de l'entreprise acquéreuse.

Dans le groupe des 95 F&A comportant des communications volontaires, toutes les entreprises cherchaient à acquérir la totalité des actions de l'entreprise cible. Trois entreprises acquéreuses détenaient déjà des actions dans l'entreprise cible, elles acquéraient respectivement 37,7%, 70,8% et 78,1% des actions de l'entreprise cible, portant leur participation à hauteur de 100% après la F&A. Toutes les 95 F&A nécessitaient l'approbation des membres du conseil d'administration et des actionnaires de l'entreprise acquéreuse.

Nous avons effectué une comparaison des caractéristiques des transactions selon que les entreprises aient émis ou non des communications volontaires (Tableau 4.5).

Tableau 4.5

Comparaison des valeurs des transactions et des valeurs des entreprises acquéreuses selon la politique de communication lors des fusions-acquisitions

	F&A sans communication volontaire (N=28)	F&A avec communication volontaire (N=95)	Test-t pour l'égalité des moyennes		
			<i>t</i>	<i>Sig.</i>	
Valeur moyenne des F&A (1)	14 624,95	22 218,47	-2,661	0,009	***
Avoir moyen des actionnaires (2)	10 041,24	20 983,71	-2,665	0,009	***

*** significatif à 1%

La valeur des transactions du groupe ayant recours à la communication volontaire est en moyenne plus élevée que pour le groupe s'en tenant aux formulaires prescrits. L'explication de cette différence se trouve dans la disponibilité des services de relations publiques auprès des grandes entreprises leur permettant de produire autant de communications qu'ils en veulent. Cela semble être le cas ici. Quand on compare les avoirs moyens des actionnaires selon que l'entreprise acquéreuse émette ou non des communications volontaires, l'avoir moyen des actionnaires du groupe ayant recours à la communication volontaire est en moyenne plus élevé que pour le groupe s'en tenant aux formulaires prescrits.

4.2. Identification des thèmes

L'analyse de contenu s'appuie sur des catégories thématiques spécifiques qui sont définies a priori par l'analyste. Les catégories thématiques sont des rubriques ou classes qui regroupent les unités du texte d'après leurs caractéristiques communes. Celles-ci servent à classer les unités textuelles et à établir la grille d'analyse. L'identification des catégories thématiques constitue alors le pivot de l'analyse de

contenu. Sur leur qualité repose la qualité de l'analyse, et donc la qualité de la recherche (Krippendorff, 2005).

La littérature sur l'analyse de contenu propose deux procédures principales pour établir les thèmes (Malina et Selto, 2001; Kothari *et al.*, 2009). Il s'agit de la catégorisation libre en fonction des mots et des thèmes qui sont issus du corpus même, et de la catégorisation à partir du cadre théorique de l'évènement étudié. Nous avons adopté la méthode de la catégorisation libre. Cette approche permet de faire émerger des sujets que les chercheurs ne connaissaient pas ou auxquels ils ne s'attendaient pas (Miles et Huberman, 2003).

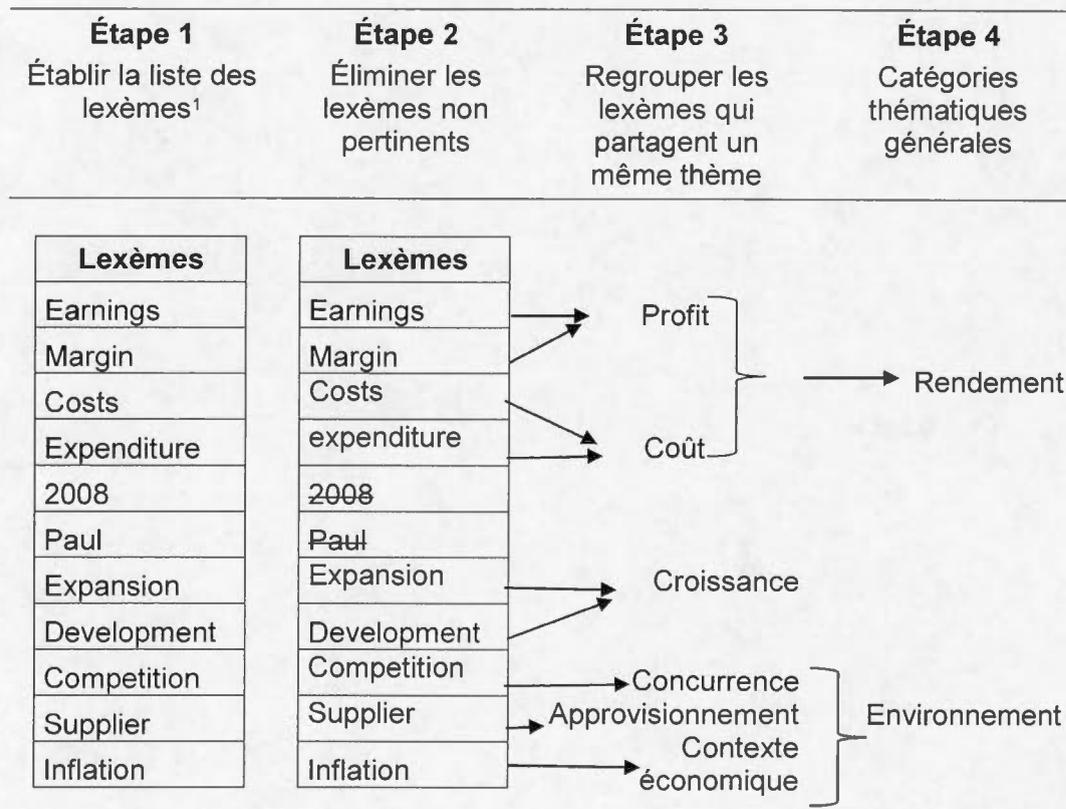
Nous avons suivi la méthodologie décrite par Breton et Taffler (2001) pour établir la structure thématique des discours:

- 1- Avec NVivo, extraire tous les lexèmes que contiennent les 1059 discours adressés aux actionnaires de l'entreprise acquéreuse.
- 2- Éliminer les lexèmes qui ne sont pas pertinents pour l'analyse (exemple : les déterminants, certains verbes, et les noms propres). La liste finale constitue le lexique qui sera utilisé pour la codification;
- 3- Regrouper tous les lexèmes pertinents qui partagent une certaine quantité de sèmes (unités discrètes de signification) dans une même catégorie thématique (sous-thème);
- 4- Chercher si on peut regrouper les catégories thématiques dans une catégorie plus générale (thème);
- 5- Établir la liste définitive des catégories thématiques.

Considérant l'importance du corpus, le codage manuel ne serait pas la meilleure méthode pour en couvrir l'intégralité. Le risque est en effet élevé pour un codeur, même expérimenté, de se laisser rapidement submerger par la masse de données textuelles qui défile sous ses yeux. L'utilisation d'un logiciel d'analyse permet de faire une recherche systématique pour éviter qu'aucun mot ne soit oublié, ou écarté de l'analyse pour des raisons subjectives. Nous avons opté pour le logiciel NVivo 10 d'abord à cause de la capacité du logiciel à traiter un volume important de documents,

l'ensemble d'outils d'analyse offerts, ensuite par sa compatibilité avec les logiciels d'analyse statistique, et plus particulièrement avec SPSS. Le tableau 4.6 donne un aperçu des étapes que nous avons suivies pour établir des catégories thématiques.

Tableau 4.6
Établissement des catégories thématiques



¹ Un lexème est une unité discrète du lexique, donc un mot

Les étapes 3 et 4 sont itératives, l'objectif est d'avoir un nombre raisonnable de thèmes, mais qui sont représentatifs des textes. Au final, nous avons identifié sept thèmes principaux, dont cinq relatifs à la synergie, un à l'hubris et un à l'agence (Tableau 4.7).

Tableau 4.7
Catégorie thématique

Fondement théorique des arguments	Thème	Exemple	Étiquette catégorielle
SYNERGIE	<i>Rendement</i>	Profit Coût	T1 Rendement
	<i>Développement</i>	Croissance, avenir Efficacité Stabilité	T2 Développement
	<i>Environnement</i>	Distribution, marché, client Concurrence Approvisionnement Contexte économique Environnement	T3 Environnement
	<i>Synergie</i>	Globale Synergie opérationnelle Synergie financière	T4 Synergie
	<i>Management et stratégie</i>	Leadership Compétences, connaissances, habiletés Stratégie	T5 Management et Stratégie
AGENCE	Intérêts matériels financiers des dirigeants	Avantages et rémunération des dirigeants	T6 Agence
HUBRIS	« Intérêts psychologiques » des dirigeants	Grandeur, Fierté Égo, Pouvoir	T7 Hubris

La liste des catégories thématiques a été établie de sorte qu'elles soient représentatives du discours (exhaustivité), et qu'une distinction claire puisse être faite entre les catégories thématiques. Ce second attribut évite qu'un mot tombe entre deux catégories, ou qu'il soit classé dans plusieurs catégories (exclusion mutuelle). Il ne devrait y avoir aucune ambiguïté dans la codification. L'exhaustivité et l'exclusion mutuelle font partie des critères de qualité des catégories thématiques (Bardin, 1996; Krippendorff, 2005).

Mis à part les thèmes qui découlent des théories qui s'appliquent aux F&A (la synergie, la fierté et l'égo des dirigeants), cette structure thématique s'apparente fortement à celle que Breton et Taffler (2001) utilisent pour analyser les recommandations des analystes financiers. Nous retrouvons également des catégories thématiques similaires dans la recherche de Kothari *et al.* (2009) sur les risques de la divulgation.

4.3 Encodage des textes

L'encodage proprement dit consiste à regrouper les lexèmes qui émergent de différents endroits du discours, mais qui gravitent autour d'un même thème, à l'intérieur d'une même catégorie thématique. Il s'agit d'identifier les mots-clés constituant le lexique dans les textes, et d'appliquer l'étiquette catégorielle appropriée parmi les sept variables thématiques préalablement identifiées. L'encodage porte sur 1059 discours destinés aux actionnaires des entreprises acquéreuses.

NVivo offre la possibilité de codifier le texte automatiquement. Toutefois, le codage automatique prend les mots hors de leurs environnements linguistiques, alors que les mots et les expressions peuvent se charger de sens différents selon le contexte de l'énonciation. L'une des principales limitations de la codification automatique est que la validité sémantique n'est pas assurée. Sans le jugement humain et la capacité humaine à lire et à analyser le contexte, la codification reste confinée sur les chaînes de caractères, et sur les propriétés lexicales et syntaxiques définies au départ. Une

codification rigoureuse ne saurait être obtenue sans une lecture systématique relevant d'une analyse approfondie de chaque unité textuelle (Krippendorff, 2005).

Dans un premier temps, nous avons procédé à un codage automatique. Après avoir défini les lexèmes qui composent chaque thème sur NVivo, nous avons exécuté les requêtes permettant de classer automatiquement tous les lexèmes ayant des attributs identiques dans une même catégorie thématique. Le codage automatique passe l'ensemble des textes au crible du lexique, et attribue à chaque lexème l'étiquette de catégorie thématique appropriée. Cette procédure permet une codification exhaustive sans pour autant garantir une représentation valide de la signification de l'unité textuelle codifiée. Nous avons alors complété le codage automatique par une analyse complémentaire visant à valider la codification d'après le contexte.

La deuxième phase de codage se compose d'une lecture des unités textuelles préalablement codifiées dans leur contexte respectif. Cette procédure, appelée KWIC (key word in context) (Krippendorff, 2005), consiste à visualiser des segments de texte contenant des mots-clés en contexte, afin de comprendre les environnements linguistiques des mots identifiés. Pour y parvenir, nous avons sorti pour chaque catégorie thématique la liste des unités textuelles codifiées avec les cinq mots qui précèdent et les cinq qui suivent chacune d'elles. Le but en est de valider le codage ou de réviser les assignations non pertinentes.

Le tableau 4.8 donne un aperçu des étapes de codage. Les deux premières colonnes montrent les résultats de l'encodage automatique avec NVivo. La première colonne de l'étape 2 montre le mot-clé dans son contexte. La mise en contexte permet de réviser le codage.

Tableau 4.8
Codage des textes

Étape 1 Codage automatique		Étape 2 Révision des codes	
Mots-clés	Catégorie thématique	Mots-clés en contexte	Catégorie révisée
earnings	T1 Rendement	october 15, 2004. transcript of earnings review	-
earnings	T1 Rendement	For shareholders, the upside is substantial earnings accretion from the outset and potential price-earnings	T1 Rendement
development	T2 Développement	this category provides software applications development as well as consulting in	-
development	T2 Développement	The merger will increase innovation and investment, and prompt the development of new services that would otherwise not exist	T2 Développement
largest	T7 Hubris	The combined electric businesses will be one of the largest in the country. This business	T7 Hubris
tremendous	T7 Hubris	this combination will create tremendous opportunity and long-term growth	T7 Hubris
best	T7 Hubris	what's most important is being the best . And I think this combination positions us	T7 Hubris

À l'issue de l'étape de validation des codages, il convient de définir les procédures pour quantifier les variables thématiques.

4.4 Quantification des variables thématiques

L'analyse de contenu vise à retracer et à quantifier les idées dans un ensemble de documents. L'analyse des résultats consiste à décrire les résultats de la catégorisation, à dégager les principales tendances, à comparer les fréquences, à analyser les associations entre des mots, des notions ou des différentes catégories thématiques des textes (Berelson, 1952; Krippendorff, 2005). Il convient de choisir des indices qui permettent de quantifier l'utilisation de ces thèmes dans les textes.

4.4.1 Fréquences des thèmes

La fréquence relative constitue l'indice de quantification la plus utilisée dans les analyses de contenu (Kothari *et al.*, 2009 ; Beattie et Thomson, 2007 ; Brennan *et al.*, 2010). L'avantage de l'utilisation des fréquences est qu'elle permet d'évaluer la place accordée aux mots, notions ou thèmes utilisés dans l'ensemble des textes, c'est la mesure que nous adoptons dans cette recherche (Krippendorff, 2005).

Nous avons identifié sept thèmes (variables thématiques) autour desquels s'articulent les arguments utilisés par les dirigeants pour convaincre les actionnaires : rendement, développement, environnement, synergie, management et stratégie, intérêts matériels et financiers des dirigeants, et hubris. Chaque variable thématique est composée des lexèmes qui se rapportent au même thème. La fréquence relative d'une variable thématique est alors constituée de la somme des fréquences relatives des lexèmes qui la compose. C'est à partir des fréquences relatives des variables thématiques que vont se faire les analyses descriptives et quantitatives du contenu.

La figure 4.2 donne un aperçu des étapes du calcul de la fréquence d'un thème.

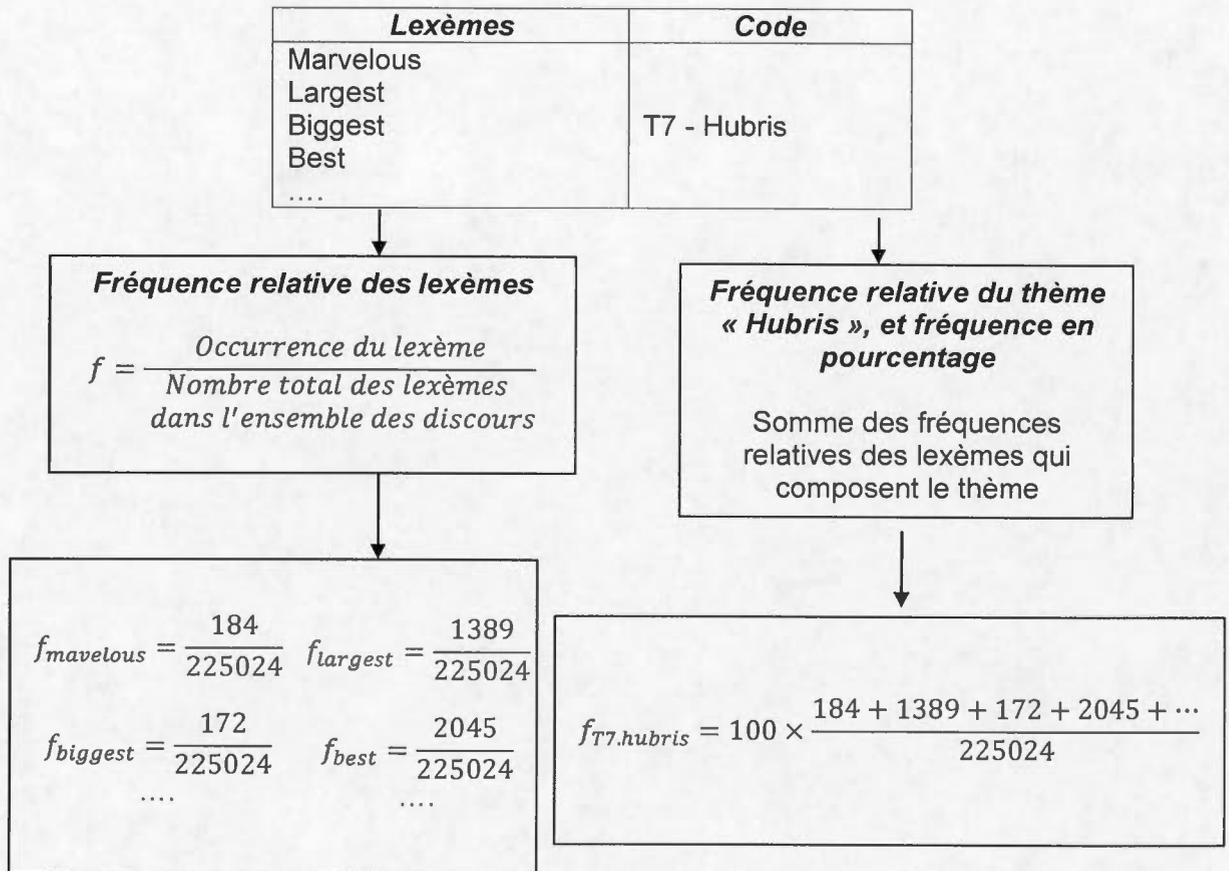


Figure 4.2 Étapes du calcul de la fréquence d'un thème

L'illustration porte sur le thème « Hubris ». Pour chaque lexème composant le thème « Hubris », NVivo donne l'occurrence. L'occurrence de chaque lexème permet de calculer la fréquence relative. La fréquence relative du thème « Hubris » est constituée de la somme des fréquences relatives des lexèmes qui composent le thème.

4.4.2 Co-occurrence des thèmes

L'analyse de la co-occurrence repose sur l'idée que la fréquence de la présence simultanée de deux concepts indique la force d'association entre ces concepts dans l'esprit de la personne qui l'utilise (Krippendorff, 2005). Pour détecter les éventuelles relations entre les thèmes, il faut :

- définir à quelle distance maximale peuvent se trouver deux thèmes formant une co-occurrence.
- déterminer l'intensité de la co-occurrence des deux thèmes

Church et Hanks (1990) considèrent arbitrairement que deux termes sont co-occurents lorsqu'ils sont co-présents dans une fenêtre contenant 5 mots contigus, la pertinence de la fenêtre dépend toutefois de la nature des données à analyser. Dans cette recherche, nous examinons la co-occurrence du thème d'hubris avec les autres thèmes auxquels l'hubris peut s'appliquer. À travers les recherches de Doukas et Petmezas (2007), Owen et Davidson (2009), Billett et Qian (2008), et Al Rahahleh et Wei (2012), nous avons vu que les termes associés à l'hubris gravitent autour de la grandeur, du pouvoir, de la puissance, de l'invulnérabilité, de la gloire et du succès sans limites, donc « le plus grand », « le plus puissant », et « le meilleur ». Les lexèmes composant la catégorie thématique « Hubris » dans nos textes sont en grande partie composés de superlatifs.

Nous avons des arguments rationnels et qui peuvent être mis de l'avant (comme la synergie), donc nous les trouverons dans le type d'unités lexicales qui portent les objets (les noms), alors qu'avec l'hubris nous cherchons à identifier un état d'esprit inavouable et inavoué, donc, elle tiendra dans les appréciations (exemples : largest, strongest, best, brightest, greatest) et d'adjectifs qualifiants (exemples : advantageous, enormous, fabulous, prestigious, marvelous). L'adjectif qualifiant et le superlatif se placent en général immédiatement avant ou après le mot auquel ils se rapportent. La fenêtre de recherche de mots co-occurents proposés par Church et

Hanks (1990) convient en conséquence aux caractéristiques des textes que nous étudions.

Pour illustrer les procédures pour identifier et quantifier les thèmes co-occurents, nous décrivons brièvement dans la figure 4.3 les étapes suivies pour déterminer la fréquence de co-occurrence entre les thèmes « Hubris » et « Synergie ».

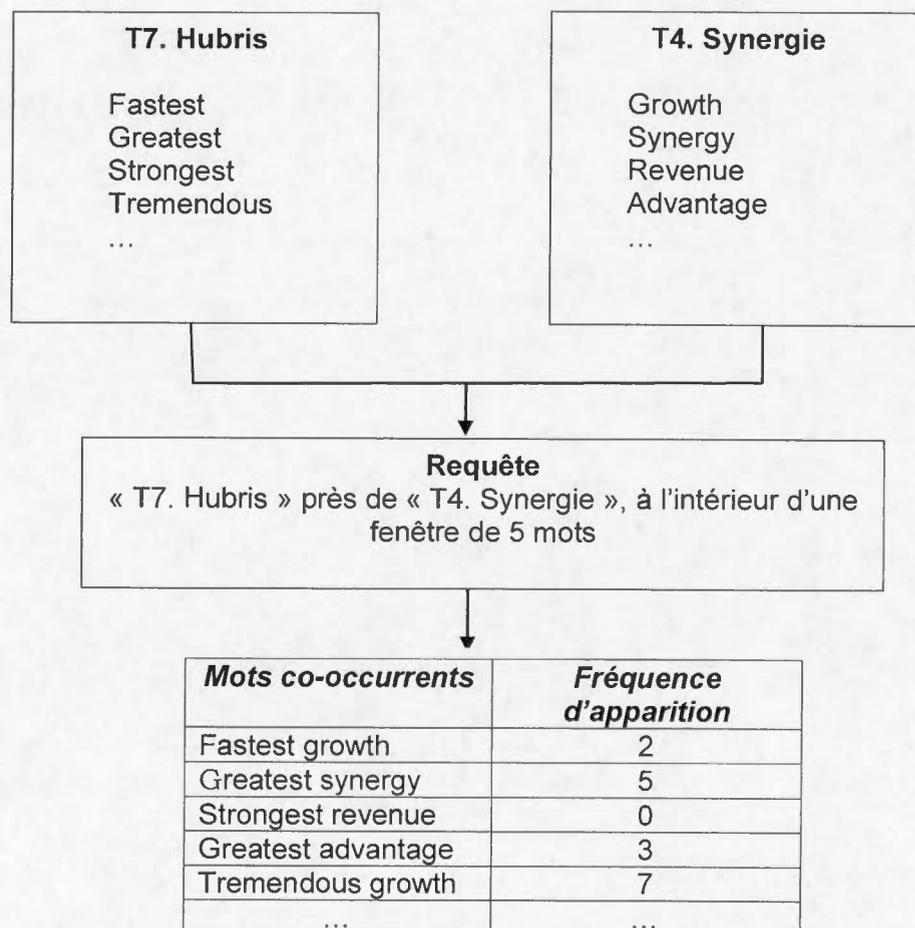


Figure 4.3 Fréquences des co-occurrences des thèmes

Pour chaque discours, nous recherchons les lexèmes composant le thème « Hubris » situés près des lexèmes composant le thème « Synergie » à l'intérieur d'une fenêtre de 5 mots (2 mots avant et 2 mots après un mot pôle). La fréquence d'apparition représente le nombre de fois où les lexèmes appartenant aux deux thèmes apparaissent simultanément dans un segment de discours.

La fréquence des co-occurrences ne reflète pas nécessairement la force du lien entre les deux concepts. À fréquences de co-occurrences égales, l'intensité de la co-occurrence dépend des fréquences respectives des deux mots dans le corpus. Il faut une mesure indiquant l'intensité de la force d'association entre les mots. Plusieurs mesures ont été développées pour évaluer l'intensité de la co-occurrence des mots. Certaines sont tirées de la discipline des statistiques (Log Likelihood Ratio-LLR, χ^2 , Jaccard), d'autres sont issues de la théorie de l'information et sont conçues spécifiquement pour l'analyse de l'information mutuelle (Pointwise Mutual Information-PMI qui a plusieurs variantes). Le principe reste le même pour tous les modèles, il s'agit de comparer les probabilités d'observer chacun des mots étudiés indépendamment de l'autre, à la probabilité de les observer simultanément dans un même segment de discours. L'intensité de la co-occurrence sera par la suite mise en évidence par le biais d'un test statistique.

Le PMI est utilisé dans de nombreuses recherches impliquant une analyse de la dépendance entre des paires de mots ou de concepts (Turney, 2001; Recchia et Jones, 2009). Dans le modèle PMI développé par Church et Hanks (1990), si $p(A)$ et $p(B)$ sont les probabilités d'observer les mots « A » et « B » indépendamment de l'autre, et $p(A, B)$ la probabilité d'observer les deux mots ensemble, l'indice de co-occurrence des deux mots est :

$$PMI_{(A,B)} = \log_2 \frac{p(A,B)}{p(A) \times p(B)} \quad (4.2)$$

En pratique, la probabilité d'observer un mot indépendamment d'un autre peut être estimée par sa fréquence dans le corpus. La probabilité conjointe est estimée par la fréquence de la co-occurrence des deux mots dans un segment de discours (Su, Xiang, Wang, Sun et Yu, 2006; Recchia et Jones, 2009). Le PMI représente alors le rapport entre la fréquence observée et la fréquence attendue de la co-occurrence :

$$PMI_{(A,B)} = \log_2 \frac{f_{(A,B)}}{f_{(A)} \times f_{(B)}} \quad (4.3)$$

Si les deux mots sont indépendants :

- la probabilité de les observer simultanément dans un même segment $[f(A, B)]$ sera inférieure à la probabilité de les voir indépendamment de l'autre $[f(A) \times f(B)]$;
- le rapport entre les deux probabilités sera inférieur ou égale 1;
- l'indice de co-occurrence sera inférieur ou égal à 0.

En revanche, si l'association entre les deux mots se produit plus souvent que par le simple hasard alors

- $f(A, B)$ sera supérieur à $f(A) \times f(B)$;
- le rapport entre les deux probabilités sera supérieur à 1;
- l'indice de co-occurrence sera positif.

Avec les fréquences d'apparition des thèmes et des thèmes co-occurents, nous sommes en mesure de calculer l'intensité de la co-occurrence des thèmes (PMI), et de mettre en place une matrice récapitulative des données sur les variables thématiques des discours étudiés.

4.5 Prévisions chiffrées des synergies

Notre quatrième hypothèse porte sur l'utilisation de prévisions chiffrées de synergies dans les discours. Les recherches sur la gestion des impressions suggèrent que les

dirigeants utiliseront une proportion significative d'indicateurs de performance quantitatifs pour convaincre les actionnaires. L'utilisation d'indicateurs de performance quantitatifs constitue une preuve de fiabilité des annonces faites par les dirigeants. Elle permettrait aux actionnaires d'analyser et d'interpréter les résultats sans aucune ambiguïté (Brennan *et al.*, 2009; Schleicher, 2012; Merkl-Davies *et al.*, 2011).

Nous avons dans un premier temps parcouru les discours pour avoir une idée sur la nature des informations quantitatives fournies par les dirigeants et le format de présentation, nous en donnons des exemples dans le tableau 4.9.

Tableau 4.9
Les prévisions chiffrées des synergies

Synergies	Exemples
Amélioration du rendement <ul style="list-style-type: none"> • Profit • Dividendes • Revenus 	<ul style="list-style-type: none"> • [...] expect to realize approximately \$200 million in incremental gross margin from revenue synergies by capitalizing on [...] • [...] quarterly dividend rate and represents an increase of approximately 7 percent • [...] revenues are expected to approximate \$7,8 billion. [...] operating income is forecast to increase by 8% to 13% from [...]
Réduction du risque, réduction des coûts <ul style="list-style-type: none"> • Facilitation des approvisionnements • Élimination des risques de coupure de l'approvisionnement • Augmentation du pouvoir de négociation avec les fournisseurs et les distributeurs • Économies d'échelle et gamme 	<ul style="list-style-type: none"> • [...] cost savings of \$2,5 billion by 2005 • [...] estimated to generate \$500 million of annualized cost and revenue synergies • [...] achieve about \$400 million in cost reduction synergies, mostly purchasing savings • [...] we grew operating margins, behinds 450 basis point reduction in cost of goods. • annual cost savings of over \$300 million through improved merchandising and non-merchandising purchasing scale

Les prévisions sont fournies en montant nominal ou en pourcentage. Pour couvrir l'intégralité des prévisions chiffrées, nous avons procédé à un codage automatique des chiffres situés près de « \$ », « million », « billion », « % », « percent », « rate », « point ». Les recherches ont été étendues sur les chiffres situés près des lexèmes appartenant au thème « T1. Rendement », « T2. Développement » « T3. Environnement », ou « T4. Synergie ». Comme avec l'encodage thématique, nous avons complété l'encodage automatique des prévisions par un KWIC afin de valider la codification.

À l'issue de la validation de la codification, nous pouvons calculer la fréquence des prévisions chiffrées dans chaque discours selon la formule :

$$f_{\substack{\text{previsions chiffrées} \\ \text{par discours}}} = \frac{\text{Occurrence des prévisions chiffrées} \\ \text{dans le discours}}{\text{Occurrence des prévisions chiffrées} \\ \text{dans tous les discours}} \quad (4.4)$$

La fréquence relative des prévisions chiffrées représente le rapport entre leurs occurrences dans le discours par rapport aux occurrences dans l'ensemble des discours.

4.6 Test d'hypothèses

Nous avons émis six hypothèses. La première sert à tester l'intention des dirigeants de gérer les impressions. Cinq hypothèses portent sur le contenu thématique des discours des dirigeants.

Les dirigeants de l'entreprise acquéreuse s'adressent à différentes parties prenantes pour obtenir leur adhésion au projet. Étant donné que les dirigeants ont besoin de l'approbation des actionnaires pour pouvoir mettre en œuvre les F&A, nous avons émis l'hypothèse que les dirigeants vont s'adresser en priorité aux actionnaires et à leurs représentants.

Pour tester cette hypothèse, nous relevons manuellement le destinataire de chaque communication émise par l'entreprise acquéreuse, et comparons le nombre moyen de discours que chaque entreprise adresse aux actionnaires de l'entreprise acquéreuse au nombre moyen de discours adressés aux autres parties prenantes. Si la moyenne des communications adressées par les dirigeants aux actionnaires et à leurs représentants dépasse de façon significative celle des communications adressées aux autres parties prenantes, nous pourrions conclure que les dirigeants cherchent à influencer la perception des actionnaires ou de leurs représentants sur les F&A. Bien que les discours soient adressés aux actionnaires, on ne peut pas exclure les administrateurs du processus d'approbation. Ils sont chargés de représenter les intérêts des actionnaires. Par ailleurs, leur vote est requis pour toutes les F&A quelle que soit leur nature ou leur importance.

Les hypothèses 2,3 et 4 portent sur la manière dont les dirigeants discutent et justifient la synergie en F&A dans leurs discours. Dans l'hypothèse 2, nous testons si les dirigeants cherchent à influencer la décision des actionnaires et de leurs représentants en mettant l'accent sur les thèmes qui touchent leurs cordes sensibles : la synergie.

Dans les hypothèse 3 et 4, nous nous intéressons aux arguments utilisés pour justifier les synergies. L'hypothèse 3 porte sur les arguments relatifs au management et à la stratégie. Les recherches sur la gestion des impressions suggèrent que les dirigeants parviendront à mieux convaincre les investisseurs en exposant clairement les stratégies qu'ils vont adopter pour développer la synergie (Merkl-Davies et Brennan, 2011; Beattie, 2014; Clatworthy et Jones, 2003; Baginski *et al.*, 2004). Notre hypothèse sera supportée si les discours comportent une proportion significative d'arguments relatifs au management et à la stratégie.

L'hypothèse 4 porte sur l'utilisation des prévisions chiffrées des synergies découlant des F&A. L'analyse consiste à comparer les fréquences des prévisions chiffrées dans les communications émises par les F&A approuvées d'une part, et les F&A rejetées d'autre part. Notre hypothèse sera supportée si une proportion significative de

discours comporte des prévisions chiffrées des synergies découlant des F&A, et que l'utilisation des prévisions chiffrées des synergies favorise l'approbation des F&A.

La synergie est un motif avouable des F&A, tandis que les motifs d'agence et d'hubris ne le sont pas. Nous avons émis l'hypothèse que même si les dirigeants sont clairement gagnants dans les F&A, ils n'ont aucun intérêt à étaler dans les discours publics qu'ils entreprennent les F&A pour améliorer leur richesse. Les résultats appuient l'hypothèse 5 si la fréquence des thèmes sur les intérêts matériels et financiers que les dirigeants pourront retirer des F&A est proche de zéro.

En ce qui concerne l'hypothèse 6, nous recherchons les motifs refoulés des F&A mais que les dirigeants peuvent laisser échapper de manière inconsciente ou non dans la co-occurrence entre le thème d'hubris et les autres thèmes auxquels l'hubris peut s'appliquer. Nous avons vu dans les recherches antérieures que l'hubris des dirigeants les conduit à avoir une vision distordue de la réalité : minimiser les coûts et les risques liés à la F&A, et créer une fausse image d'eux-mêmes en surestimant leurs compétences (Roll, 1986; Malmendier et Tate, 2008 ; Hayward, 2007 ; Claxton *et al.*, 2013). L'hubris peut en conséquence être associée à la qualité des ressources de l'entreprise (management et stratégie), aux effets de la F&A sur la performance de l'entreprise (rendement, développement), et aux effets de la synergie sur la richesse des actionnaires (synergie).

Ainsi, notre analyse portera sur les paires de thèmes « Hubris-Rendement », « Hubris-Développement », « Hubris-Synergie », et « Hubris-Management et stratégie ». L'indice de co-occurrence (PMI) sera supérieur à 0 si l'association entre les deux thèmes se produit plus souvent que par le simple hasard. Nous nous intéressons particulièrement à la co-occurrence entre les thèmes d'hubris et de synergie dans la mesure où c'est l'aspect sur lequel les dirigeants sont susceptibles d'insister pour inciter les actionnaires à adhérer au projet de F&A. Aussi, nous avons émis l'hypothèse que le thème d'hubris sera présenté significativement en co-occurrence avec le thème de synergie. Notre hypothèse sera supportée si le PMI des thèmes « Hubris-Synergie » est significativement supérieur à ceux des autres co-

occurrences étudiées, et que la co-occurrence de ces thèmes favorise l'approbation des F&A.

Smith et Taffler (2000) mettent en évidence qu'une fois les méthodes de gestion des impressions bien comprises, celles-ci peuvent être exploitées pour mettre en place un modèle de prédiction de faillite avec un degré de précision élevé. Afin de tester collectivement nos hypothèses de recherche, nous mettons en place un modèle similaire dans le cadre des F&A. À partir des thèmes qui sont susceptibles de se retrouver dans les discours des dirigeants aux actionnaires, nous proposons un modèle statistique identifiant les caractéristiques des discours selon le dénouement des F&A. Un tel modèle permettra de prédire l'issue de la F&A en fonction des compositions thématiques des discours émis par les dirigeants. Il est fondé sur les variables thématiques discutées par les dirigeants.

$$\begin{aligned}
 \text{Issue} = & \delta_0 + \delta_1 \text{Rendement} + \delta_2 \text{Développement} + \delta_3 \text{Environnement} \\
 & + \delta_4 \text{Synergie} + \delta_5 \text{Management et Stratégie} \\
 & + \delta_6 \text{Agence} + \delta_7 \text{Hubris} + \delta_8 \text{Hubris, Rendement} \\
 & + \delta_9 \text{Hubris, Développement} + \delta_{10} \text{Hubris, Synergie} \\
 & + \delta_{11} \text{Hubris, Management et Stratégie} \\
 & + \delta_{12} \text{Prévision chiffrée} + \delta_{13} \text{comité} + \delta_{14} \text{indépendance} \\
 & + \varepsilon
 \end{aligned} \tag{4.5}$$

Nos analyses univariées étant conduites sur les 1059 discours, nous adoptons la même approche pour l'analyse multivariée. Pour chacun des 1059 discours émis dans le cadre des 95 F&A pour lesquelles l'entreprise acquéreuse a émis une communication volontaire, la variable dépendante « Issue » indique le dénouement de la F&A. Elle prend la valeur 1 si le discours est émis par une entreprise acquéreuse dont la F&A est approuvée, et 0 si la F&A correspondante a été rejetée. Le contenu thématique des discours constitue les variables indépendantes. L'objectif est

d'identifier les thèmes déterminants pour l'approbation de la transaction. Nos attentes en ce qui concerne les liens entre les variables thématiques et le dénouement de la transaction sont résumées dans le tableau 4.10.

Tableau 4.10
Attentes sur les thèmes déterminant l'approbation des transactions

<i>Variables indépendantes</i>	Lien avec la variable dépendante <i>Issue de la F&A</i>	Hypothèse
<i>Fréquences des thèmes</i>		
T1.Rendement		
T2.Développement		
T3.Environnement		
T4. Synergie	+	H2
T5.Management et stratégies	+	H3
T6.Intérêts matériels et financiers des dirigeants	0	H5
T7.Hubris		
<i>Prévisions chiffrées des synergies</i>		
Fréquences des prévisions chiffrées	+	H4
<i>PMI des thèmes co-occurents</i>		
PMI (Hubris, Rendement)		
PMI (Hubris, Développement)		
PMI (Hubris, Synergie)	+	H6
PMI (Hubris, Management et Stratégie)		
<i>Variables de contrôle</i>		
Comité de gouvernance	+	
Indépendance du conseil d'administration	+	

Les dirigeants de l'entreprise acquéreuse abordent différents thèmes dans leur discours pour obtenir l'adhésion des actionnaires et leurs représentants. Toutefois nous nous attendons à ce que seules les transactions accompagnées de discours qui font clairement état des sources et de la nature des synergies pour les actionnaires reçoivent l'approbation au niveau de l'entreprise acquéreuse.

Dans notre modèle, nous tenons compte des facteurs qui ne font pas directement l'objet de notre recherche mais qui peuvent biaiser l'estimation de notre paramètre d'intérêt. Notre échantillon est composé de discours issus des méga-transactions. Ces F&A sont des méga-transactions qui nécessitent toutes l'approbation des actionnaires et des membres du conseil d'administration. Elles ont des caractéristiques assez similaires. L'examen des caractéristiques des transactions n'améliorera alors pas la compréhension de l'approbation des F&A. En revanche, les entreprises acquéreuses n'ont pas obligatoirement les mêmes caractéristiques. Nous nous intéressons spécifiquement aux variables de gouvernance qui sont susceptibles d'affecter la nature des communications tenues par les dirigeants, et l'approbation de la F&A par les actionnaires ou leurs représentants. Il serait pertinent de contrôler les effets de ces variables.

En nous référant aux recherches sur la gouvernance d'entreprise, les mécanismes de gouvernance mis en place par l'entreprise acquéreuse devraient limiter les F&A qui détruisent de la valeur actionnariale (Guest, 2009; Bhagat et Bolton, 2008). Nous avons d'une part les dirigeants qui proposent les F&A et qui produisent les discours, et d'autre part les actionnaires et leurs représentants qui prennent les décisions. Nous introduisons alors deux facteurs susceptibles d'affecter les comportements de ces groupes d'acteurs : le comité de gouvernance et l'indépendance du conseil d'administration.

Les rôles du comité de gouvernance sont de conseiller, d'examiner et approuver les plans stratégiques proposés par les dirigeants (Hillman *et al.*, 2009; DePamphilis, 2010). La présence d'un comité de gouvernance au niveau de l'entreprise acquéreuse devrait limiter la possibilité pour les dirigeants de mettre en œuvre des

F&A qui ne répondent à aucune logique économique, et de gérer les impressions des actionnaires et de leurs représentants. En ce qui concerne le conseil d'administration, son efficacité réside dans son indépendance à l'égard de la haute direction qui soumet le projet de F&A (Grinstein et Hribar, 2004, Carline *et al.*, 2009). Comme nous l'avons écrit plus haut, il est peu probable qu'un administrateur, qui est à fois membre de la haute direction, irait prétendre que le projet de F&A n'est pas rentable, et dissuader les autres membres de donner leur approbation à un projet qu'il a lui-même conçu.

Les informations sur les gouvernances ont été collectées dans la base de données EDGAR de la SEC, notamment dans les avis d'assemblée générale des actionnaires autour de la date d'annonce de la transaction. La variable *Comité* prendra la valeur 1 si l'entreprise acquéreuse dispose d'un comité de gouvernance. En nous référant à la mesure adoptée par Bhagat et Bolton (2008), l'indépendance du conseil d'administration est mesurée en fonction de la proportion d'administrateurs qui n'ont pas été ou qui ne sont pas employés dans l'entreprise. Une proportion élevée d'administrateurs indépendants indiquerait la propension des administrateurs à agir dans l'intérêt des actionnaires.

4.7 Conclusion

Nous avons identifié 7 thèmes principaux que les dirigeants sont susceptibles d'aborder dans leurs discours. Le tableau 4.11 récapitule les tests que nous effectuerons pour nos hypothèses de recherche.

Tableau 4.11
Hypothèses et tests à entreprendre

Hypothèses	Analyses
<i>H₁ : Les dirigeants vont adresser une proportion significative de leurs communications aux actionnaires de l'entreprise acquéreuse</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Test-t sur les nombres de discours adressés aux différentes parties prenantes
<i>H₂ : Les dirigeants adresseront aux actionnaires des communications traitant principalement du thème de la synergie</i>	
<i>H₃ : Les dirigeants convaincront les actionnaires avec des discours comportant une proportion significative d'arguments relatifs au management et à la stratégie</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Test-t sur les fréquences des thèmes selon l'issue de la transaction • Test de rang de Friedman • Test de Kruskal-Wallis
<i>H₅ : Les thèmes d'agence ne seront pas discutés dans les discours adressés aux actionnaires</i>	
<i>H₄ : Les dirigeants utiliseront des prévisions chiffrées des effets de la synergie découlant des F&A pour convaincre les actionnaires</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Test-t sur les proportions de prévisions chiffrées selon l'issue de la transaction
<i>H₆ : Le thème d'hubris sera présenté significativement en co-occurrence avec le thème de synergie</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Test-t sur l'intensité de la co-occurrence des thèmes (Pointwise Mutual Information) selon l'issue de la transaction • Test de sensibilité hubris-prime
<i>Toutes les hypothèses</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Régression logistique

La mise en œuvre de l'analyse de contenu permet de reconstituer les discours en ensemble de variables thématiques quantifiables. Avec les fréquences des variables thématiques, nous serons en mesure de dégager les principales tendances de l'utilisation des différents thèmes, d'identifier les thèmes les plus importants, et d'étudier les divers liens qui se nouent entre les différents thèmes.

CHAPITRE V

RÉSULTATS

L'analyse de contenu a permis de dégager les caractéristiques des discours. L'objectif est d'identifier les principaux thèmes constituant les arguments utilisés par les dirigeants de l'entreprise acquéreuse pour convaincre les actionnaires et leurs représentants d'adhérer au projet de fusion-acquisition. Nous pourrions ainsi faire une comparaison des stratégies argumentatives selon le dénouement de la transaction (Approbation / Rejet). Nous mettrons alors en lumière le rôle important, mais insuffisamment exploré, joué par les discours dans les F&A.

5.1. Les destinataires principaux

Les dirigeants de l'entreprise acquéreuse doivent convaincre les investisseurs et les autres parties prenantes (État, analystes, clients, employés, le public) du bien-fondé de la F&A. Par-dessus tout, ils doivent obtenir l'approbation des actionnaires ou de leurs représentants pour pouvoir mettre en œuvre la F&A. Nous avons émis l'hypothèse que les dirigeants vont adresser une proportion significative de leurs communications aux actionnaires de l'entreprise acquéreuse.

Nous avons relevé manuellement le destinataire de chaque communication émise par l'entreprise acquéreuse. Le tableau 5.1 donne la répartition des communications entre

les différentes catégories de destinataires. Rappelons que 95 entreprises acquéreuses parmi les 123 analysées ont émis des communications volontaires durant notre période d'analyse. Nous avons 1574 discours émis entre la date d'annonce et la date d'approbation, ou de rejet de la transaction selon le cas.

Tableau 5.1
Les destinataires des discours émis par les dirigeants de l'entreprise acquéreuse

Destinataires	Discours émis pour les transactions			%
	Complétées (N=1291)	Rejetées (N=283)	Total (N=1574)	
Actionnaires				71,22
Entreprises acquéreuses	876	183	1059	67,28
Entreprises cibles	5	57	62	3,94
Employés				18,61
Entreprises acquéreuses	240	23	263	16,71
Entreprises cibles	21	9	30	1,91
Équipe de gestionnaire				1,02
Entreprises acquéreuses	15	1	16	1,02
Entreprises cibles	0	0	0	-
Communauté	77	3	80	5,08
Autorité de réglementation	52	5	57	3,62
Autres	5	2	7	0,44
Total	1 291	283	1 574	100
F&A avec discours	78	17	95	
Nombre de discours moyen par F&A	16,55	16,65	16,57	

Comme nous pouvons voir dans le tableau 5.1, les entreprises acquéreuses émettent en moyenne 16 discours par F&A, et cela, quelle qu'en soit l'issue. 90,85% des communications volontaires émises par les dirigeants de l'entreprise acquéreuse dans les F&A s'adressent aux actionnaires, aux employés et aux gestionnaires des entreprises participantes aux F&A. 5,08% sont destinés à la communauté notamment les consommateurs, et 3,62 % aux autorités de réglementation. Les 0,44% restants sont répartis entre des destinataires variés, dont les politiciens, les concurrents et les universitaires. Nous retrouvons dans ces destinataires les utilisateurs des états financiers. Selon la norme IAS 1 :

Les utilisateurs des états financiers comprennent les investisseurs, les prêteurs, les employés, les clients et les fournisseurs, les organismes publics et le public. Chacun de ces groupes utilise l'information financière contenue dans les états financiers à différentes fins, mais les informations comportent certains points communs qui peuvent contribuer à satisfaire les besoins des différents groupes. (IAS 1 – Manuel de CPA Canada).

Dans l'hypothèse 1, nous voulons savoir si les dirigeants cherchent à gérer les impressions des actionnaires en leur adressant une proportion significative de leurs communications. À partir du tableau 5.1, on voit déjà que les dirigeants priorisent les actionnaires actuels ou potentiels de l'entreprise acquéreuse dans leurs communications. 67,28% de leurs discours sont adressés aux actionnaires de l'entreprise acquéreuse. Les 32,72% restants sont répartis entre toutes les autres parties prenantes. Nous avons effectué une comparaison du nombre de discours adressés aux actionnaires de l'entreprise acquéreuse avec le nombre de discours adressés au reste des parties prenantes pour mettre en évidence cette différence. La comparaison est basée sur un test *t*.

Le test *t* repose sur l'hypothèse de la normalité de la population parente. Mais lorsque la taille de l'échantillon est suffisamment grande ($n > 30$), on peut ignorer la condition de normalité sans que cela n'entraîne de problème majeur pour le test. Nous avons 1574 discours, nous pouvons alors ignorer la condition de normalité.

Les résultats des comparaisons entre le nombre de discours adressés aux actionnaires de l'entreprise acquéreuse par rapport à ceux adressés aux autres parties prenantes figurent dans le tableau 5.2. Environ 2/3 des discours s'adressent aux actionnaires de l'entreprise acquéreuse. Le nombre de discours adressés aux actionnaires de l'entreprise acquéreuse est significativement supérieur au nombre de discours adressé à chacune des parties prenantes.

Les résultats supportent notre première hypothèse, et suggèrent que les dirigeants cherchent à influencer l'opinion des actionnaires ou de leurs représentants. Si les dirigeants ne ciblaient pas les actionnaires en particulier, la répartition des discours entre tous les destinataires serait homogène. Nos résultats corroborent ainsi ceux obtenus dans les recherches précédentes.

Tableau 5.2
Nombre de discours adressés aux actionnaires de l'entreprise acquéreuse par rapport au nombre de discours adressés aux autres parties prenantes

Destinataires	Répartition	t-test ^a	sig
Entreprises acquéreuses			
Actionnaires	0,6728		
Employés	0,1671	26,243	,000 ***
Équipe de gestionnaires	0,0102	53,218	,000 ***
Entreprises cibles			
Actionnaires	0,0394	45,049	,000 ***
Employés	0,0191	50,417	,000 ***
Communauté	0,0508	42,508	,000 ***
Autorité de réglementation	0,0362	45,810	,000 ***
Autres	0,0044	55,207	,000 ***

(a) t-test entre le pourcentage de discours adressés aux actionnaires de l'entreprise acquéreuse et celui adressé à chacune des autres parties prenantes

*** significatif à 1%

Les dirigeants émettent des communications volontaires lorsqu'ils ont besoin de gérer les impressions des parties prenantes (Aerts *et al.*, 2008; Godfrey *et al.*, 2003; Brennan *et al.*, 2010; Cho *et al.*, 2012; Jones, 2011). Les communications volontaires offrent l'opportunité aux dirigeants de s'adresser aux actionnaires et de gérer leur opinion en touchant leurs cordes sensibles.

Nous complétons cette analyse avec une comparaison des répartitions des discours dans les F&A complétées et dans les F&A retirées. Nous avons les résultats dans le tableau 5.3.

Tableau 5.3
Comparaison des répartitions des discours selon l'issue de la transaction

Destinataires	Répartition des discours		Test-t pour l'égalité des moyennes (sig.)	
	F&A approuvées (N=1291)	F&A rejetées (N=283)		
Entreprises acquéreuses	,8761	,7314	,000	***
Actionnaires	,6785	,6466	,301	
Employés	,1859	,0813	,000	***
Équipe de gestionnaires	,0116	,0035	,081	*
Entreprises cibles	,0201	,2332	,000	***
Actionnaires	,0039	,2014	,000	***
Employés	,0163	,0318	,160	
Communauté	,0596	,0106	,000	***
Autorité de réglementation	,0403	,0177	,018	**
Autres	,0039	,0071	,003	***

*** significatif à 1% ** significatif à 5% * significatif à 10%

Ce qui saute aux yeux dans ce tableau est la différence entre les nombres de discours adressés aux acteurs de l'entreprise acquéreuse et aux acteurs de l'entreprise cible dans les deux types de dénouements des F&A.

- Il y a plus de discours adressés aux acteurs de l'entreprise acquéreuse parmi les discours appartenant aux F&A approuvées par rapport aux discours appartenant aux F&A rejetées
- Il y a moins de discours adressés aux acteurs de l'entreprise cible parmi les discours appartenant aux F&A approuvées par rapport aux discours appartenant aux F&A rejetées.

Comparativement aux dirigeants des entreprises dont les F&A sont approuvées, les dirigeants des entreprises dont les F&A sont rejetées communiquent plus souvent avec les acteurs des entreprises cibles, mais moins souvent avec les acteurs de leurs entreprises. Il faut se garder de conclure de ne pas parler aux actionnaires de l'entreprise cible. Si dans les cas de rejet, on s'est adressé à eux plus souvent, c'est probablement que le cas n'était pas clair pour eux, et l'offre pas suffisamment alléchante pour emporter le morceau. Les dirigeants des entreprises acquéreuses dont les F&A ont été approuvées consacraient plus d'effort aux acteurs de leurs entreprises par rapport aux dirigeants des entreprises acquéreuses dont les F&A ont été rejetées. Les dirigeants des entreprises dont les F&A ont été rejetées consacraient plus d'effort aux acteurs de l'entreprise cible par rapport aux dirigeants des entreprises acquéreuses dont les F&A ont été approuvées. Les acteurs de l'entreprise acquéreuse ne sont donc pas à négliger dans le processus de conviction.

En ce qui concerne les discours adressés aux actionnaires de l'entreprise acquéreuse en particulier, la différence n'est pas significative entre les deux issues des F&A. Dans un cas comme dans l'autre, les discours des dirigeants s'adressent principalement aux actionnaires. Ces résultats justifient l'analyse en profondeur du contenu des communications produites par les entreprises acquéreuses.

5.2. La configuration thématique des discours

Rappelons que nous cherchons à comprendre comment les dirigeants construisent leurs discours pour convaincre les actionnaires de l'entreprise acquéreuse et leurs représentants d'adhérer au projet de F&A..

Nous avons les statistiques descriptives des thèmes abordés dans ces discours dans le tableau 5.4.

La première partie du tableau 5.4 concerne les fréquences moyennes des 7 thèmes dans les discours. Si on prend le thème « Rendement », 22,78 % des thèmes abordés dans l'ensemble des discours portent sur le rendement, soit une moyenne de 0,0215% par discours. Les fréquences relatives des thèmes serviront à tester les hypothèses 2, 3 et 5. Ces hypothèses se rapportent à la manière dont les dirigeants utilisent ces thèmes dans les discours pour convaincre les actionnaires d'adhérer à leurs projets.

La deuxième partie du tableau porte sur les fréquences des prévisions chiffrées des synergies. 73% des discours comportent des prévisions chiffrées. Nous les utiliserons pour tester l'hypothèse 4.

Tableau 5.4
Statistiques descriptives des thèmes abordés dans les communications

	Moyenne	Somme	Écart-type
Fréquences des thèmes (%)			
T1.Rendement	0,0215	22,7818	0,0459
T2.Développement	0,0216	22,8837	0,0316
T3.Environnement	0,0199	21,0812	0,0342
T4. Synergie	0,0142	15,0005	0,0386
T5.Management et stratégies	0,0097	10,2826	0,0289
T6.Intérêts matériels et financiers des dirigeants	0,0003	0,3160	0,0032
T7.Hubris	0,0072	7,6542	0,0087
Prévisions chiffrées des synergies			
Fréquence des prévisions chiffrées des synergies (%)	0,0948		0,2201
Divulgateion de prévisions chiffrées (O/N)	0,7309		0,4437
PMI des thèmes co-occurents			
PMI (Hubris, Rendement)	5,0820		5,1710
PMI (Hubris, Développement)	11,5722		3,5009
PMI (Hubris, Synergie)	13,6623		3,5841
PMI (Hubris, Management et Stratégie)	1,8804		3,9152

La dernière partie du tableau concerne les indices de co-occurrence du thème d'hubris avec les thèmes de rendement, développement, synergie et management et stratégie respectivement. Les indices ont été calculés selon le modèle PMI de Church et Hanks (1990). Les indices de co-occurrence des thèmes (PMI) nous permettront de tester l'hypothèse 4. L'indice PMI indique l'intensité de la co-occurrence des thèmes. La co-occurrence entre les thèmes « Hubris et Synergie » présente l'intensité la plus élevée.

Nous avons opté pour le test Friedman pour comparer l'utilisation des 7 thèmes dans les discours. L'avantage du test de Friedman est qu'il permet de mettre en évidence les différences entre plusieurs traitements (les 7 thèmes) portant sur une même observation (discours). La comparaison est basée sur les rangs des thèmes contenus selon leurs fréquences respectives. Le test ne porte alors pas directement sur les fréquences des thèmes, mais sur leurs rangs attribués suite au classement des fréquences par ordre croissant.

L'objectif est de déterminer si les 7 thèmes proviennent d'une population ayant des caractéristiques identiques. D'une manière concrète, pour chaque discours :

- un rang de 1 à 7 est attribué à chacun des sept thèmes selon leur fréquence respective ;
- le rang 7 correspond au thème qui est le plus fréquemment discuté dans les discours aux actionnaires, le rang 1 est attribué au thème le moins abordé par les dirigeants ;
- un rang moyen par thème est par la suite calculé pour l'ensemble des discours adressés aux actionnaires.

Lorsque le nombre d'observations (discours) est supérieur à 15, ou le nombre de traitements (thèmes) est supérieur à 5, le coefficient de Friedman suit la loi de probabilité du χ^2 à (k-1) degré de liberté (Sá, 2007). Si les entreprises acquéreuses ne privilégiaient aucun thème, la répartition des thèmes abordés dans les discours serait uniforme. Dans ce cas le test de χ^2 ne serait pas significatif, nous obtiendrions une statistique proche de 0. Plus ils se démarqueraient les uns des autres, plus la statistique prendra une valeur élevée.

Nous avons les résultats du classement des thèmes pour les F&A complétées, les F&A rejetées, et l'ensemble des discours dans le tableau 5.5.

Tableau 5.5
Classement selon les fréquences des thèmes abordés dans les discours

Thème	Rangs moyens des thèmes dans les discours		
	F&A complétées (N=876)	F&A rejetées (N=183)	Total (N=1059)
T1.Rendement	5,38	5,81	5,46
T2.Développement	5,71	5,78	5,72
T3.Environnement	5,16	5,66	5,25
T4. Synergie	4,29	3,31	4,12
T5.Management et stratégies	3,46	2,87	3,36
T6.Intérêts matériels et financiers des dirigeants	1,09	1,08	1,09
T7.Hubris	2,91	3,48	3,01
Test de Friedman			
Khi-deux	3091,788	789,057	3812,71
ddl	6	6	6
Sig.	0,000***	0,000***	0,000***

*** significatif à 1%

Le test de Friedman est significatif dans tous les groupes de discours, les différents thèmes n'apparaissent pas avec les mêmes fréquences, et la répartition des thèmes dans les discours n'est pas due au hasard. Dans l'ensemble des discours, les arguments sur le rendement, le développement, et l'environnement occupent les premières places. Les intérêts matériels et financiers des dirigeants restent le thème le moins discuté par les dirigeants.

Les dirigeants évoquent à peine les effets que les F&A pourront avoir sur leurs propres intérêts. Ces résultats supportent partiellement notre hypothèse portant sur le thème des intérêts matériels et financiers des dirigeants dans le discours (H5), il faut cependant tester si ce thème y est présent de manière significative ou non avant de pouvoir émettre une conclusion. L'interprétation des résultats n'est pas non plus évidente pour les hypothèses 2 et 3 portant sur le thème de synergie. Les dirigeants

parlent plus de rendement, de développement et d'environnement que de synergie. Le test de Friedman ne donne qu'une vue parcellaire de ce que nous voulons étudier.

Nous avons alors complété l'analyse par une comparaison des rangs des thèmes abordés dans les discours selon le dénouement des F&A. La comparaison est fondée sur le test de Kruskal-Wallis qui lui aussi est basé sur les rangs et non sur les valeurs. Contrairement au test de Friedman, le test de Kruskal-Wallis s'applique sur des échantillons indépendants. L'objectif est de déterminer les différences entre les caractéristiques des discours selon l'issue de la F&A correspondante (F&A approuvées, F&A rejetées). Les résultats de cette analyse comparative sont présentés dans le tableau 5.6.

Tableau 5.6

Analyse comparative des classements des thèmes selon leur fréquence respective

Thèmes	Rangs moyens des thèmes dans les discours		Test Kruskal-Wallis sig.	
	F&A approuvées (N=876)	F&A rejetées (N=183)		
T1.Rendement	528,74	536,05	,769	
T2.Développement	535,67	502,84	,187	
T3.Environnement	529,36	533,09	,881	
T4. Synergie	554,49	412,75	,000	***
T5.Management et stratégies	552,70	402,20	,000	***
T6.Intérêts matériels et financiers des dirigeants	539,06	486,61	,000	***
T7.Hubris	526,02	549,03	,354	

*** Significatif à 1%

Dans les deux dénouements des F&A, les discours contiennent le même nombre de thèmes de rendement (profit, coût), de développement (avenir, croissance de l'entreprise), et d'environnement (marché, clients, concurrence, environnement comme tel, contexte politico-économique). Ce sont donc des thèmes importants, mais communs à tous les discours. Ils tiennent une importance égale dans les deux groupes de discours.

La synergie n'est peut-être pas l'argument le plus fréquent dans les discours, mais c'est le premier thème qui marque la différence entre les discours dans les deux issues des F&A.

5.2.1 Importance de la synergie

Les discours appartenant au groupe des F&A complétées contiennent plus d'arguments relatifs au thème de synergie comparativement au groupe des F&A rejetées (554,49 contre 412,75, $p < 1\%$). L'analyse comparative basée sur la fréquence du thème « Synergie » permet de mieux voir la différence entre les deux groupes de discours (Tableau 5.7).

Tableau 5.7
Le thème de la synergie dans les deux groupes de discours

Thème	Fréquences moyennes du thème dans les discours selon le dénouement de la transaction		Test-t pour l'égalité des moyennes	
	F&A approuvées (N=876)	F&A rejetées (N=183)	t	sig.
T4. Synergie	,015256	,008939	-2,016	,044 **

**Significatif à 5%

La fréquence moyenne du thème « Synergie » dans un discours émis dans le cadre d'une F&A approuvée est de 0,01530%, elle est de 0,0089 % pour un discours émis dans le cadre des F&A rejetées. Ces résultats supportent notre hypothèse 2, la synergie constitue l'argument central que les dirigeants utiliseront pour convaincre les actionnaires. Aborder le thème de synergie favorise l'approbation des F&A par les actionnaires.

Ces résultats complètent le classement des thèmes dans le tableau 5.5, et confirment l'importance du thème « Synergie » dans le processus de persuasion. Les discours du groupe des F&A approuvées s'articulent principalement autour du thème de la synergie. Dans le groupe des F&A rejetées, le thème de la synergie vient après le thème de l'hubris. Cela implique que les dirigeants doivent montrer clairement dans leurs discours qu'ils font passer les intérêts des actionnaires avant les leurs s'ils veulent obtenir leur approbation.

Les caractéristiques des discours émis par les dirigeants sont ainsi représentatives de l'idée dominante que la synergie constitue le motif principal (avoué) d'une F&A, une synergie qui devra se traduire par la création de valeur, et donc par la maximisation de la valeur actionnariale (Cai et Sevilir, 2012; Shenoy, 2012; Rau et Vermaelen, 1998; Mitchell et Stafford, 2000; Berkovitch et Narayanan, 1993).

Les actionnaires s'intéressent avant toute chose à la création de valeur, et les dirigeants montrent qu'ils comprennent leurs attentes. Ils sont en mesure d'expliquer aux actionnaires la nature de la synergie qui a motivé la F&A, et d'expliquer l'intérêt que représentent les F&A pour eux. Nous avons ci-après des extraits des discours comportant des arguments de la synergie :

With the cost synergies I'm confident we'll achieve, we will be stronger in any commodity price environment; and, we believe, we will have the balance sheet and capability to fully realize our potential and create significant shareholder value. (Phillips Petroleum Company, 2001)

With the combination of revenue enhancement opportunities and the cost synergies, we expect to deliver average annual earnings per share growth of ten percent or more over the next several years. (FPL Group, 2000)

We also expect to achieve revenue synergies from the combination of the capabilities of the respective organizations. (Johnson&Johnson, 2011)

We said at the end of the earnings call that this merger, from our perspective in every metric, really makes Ecolab a stronger, more powerful shareholder value driver. (Ecolab, 2011)

Nos résultats corroborent les conclusions obtenues dans de nombreuses recherches sur la gestion des impressions : les dirigeants privilégient les informations qui touchent directement les intérêts de leurs interlocuteurs afin de générer une impression positive de la part de ces derniers (Smith et Taffler, 2000; Brennan *et al.*, 2009; Schleicher, 2012). Nous pouvons y voir la technique de gestion des impressions consistant à adhérer aux normes et valeurs des interlocuteurs pour générer une impression positive.

Remarquons que c'est une stratégie qui est omniprésente dans tout comportement social. Montrer qu'on agit conformément aux intérêts de son interlocuteur, et qu'on cherche à promouvoir ses valeurs est un instrument pour obtenir son approbation (Leary et Kowalski, 1990). Les dirigeants n'échappent pas à cette règle. Ils ont intérêt à livrer un discours qui répond aux attentes des actionnaires, et à mettre clairement les intérêts de ces derniers en exergue.

En faisant abstraction du contexte de cette recherche, ces résultats indiquent que la maximisation de la valeur actionnariale continue de s'imposer comme le but ultime de l'entreprise (Berle et Means, 1932; Jensen, 2002). Les discours des dirigeants reflètent cette pression que les actionnaires et le marché exercent sur le mode de gestion de l'entreprise.

Gao (2010) pousse l'analyse un peu plus loin en étudiant le lien entre la pression de maximisation de valeur et les décisions d'investissement. Cette pression incite les

dirigeants à privilégier les projets qui dégagent des profits à court terme au risque de compromettre l'avenir de l'entreprise. Or, d'après ses résultats, lorsque les dirigeants adoptent une perspective à plus long terme, le rendement à l'annonce de la F&A peut être négatif, mais s'améliore à long terme. Il suggère ainsi que les échecs des F&A seraient moins nombreux si les actionnaires diminuaient la pression de maximisation de la valeur à l'endroit des dirigeants.

5.2.2 Management et stratégie

Nous parlons ici des stratégies que les dirigeants mettront en œuvre pour créer de la valeur dans le cadre des F&A. Il s'agit également des habiletés managériales et les compétences actuelles des dirigeants, et celles que l'entreprise acquéreuse va pouvoir développer avec l'entreprise cible.

D'après le tableau 5.8, les discours des entreprises acquéreuses dont les F&A sont approuvées comportent plus d'arguments relatifs au management et à la stratégie que ceux du groupe des F&A rejetées.

Tableau 5.8
Le thème « Management et stratégie »

Thème	Fréquences moyennes du thème dans les discours selon le dénouement de la transaction		Test-t pour l'égalité des moyennes	
	F&A approuvées (N=876)	F&A rejetées (N=183)	t	sig.
T5. Management et stratégie	,010447	,006182	-2,534	,012 **

**Significatif à 5%

Ces résultats suggèrent que pour que le discours soit convaincant, il ne suffit pas de présenter la synergie, il faut que les dirigeants démontrent qu'ils ont les compétences, et qu'ils disposent des ressources requises pour développer la synergie. Il s'agit de donner aux actionnaires l'opportunité d'évaluer par eux-mêmes la plausibilité de la création de valeur par rapport aux compétences et aux efforts déployés par les dirigeants.

Ceux-ci soulignent l'importance des arguments de causalité servant à appuyer le lien entre la F&A et la richesse des actionnaires. En somme, un discours suscitera l'approbation des actionnaires s'il met en avant les intérêts de ces derniers et s'il fait mention des stratégies à mettre en œuvre et de la capacité des dirigeants à développer la synergie. Nous y retrouvons la technique de l'attribution causale dans les recherches sur la gestion des impressions (Merkl-Davies et Brennan, 2011; Beattie, 2014; Clatworthy et Jones, 2003; Baginski *et al.*, 2004).

Non seulement les discours du groupe des F&A rejetées contiennent moins d'arguments de management et stratégie comparativement à ceux du groupe des F&A approuvées, mais si nous nous référons au tableau 5.5, ceux-ci contiennent également plus d'arguments appartenant au thème d'hubris (rang=3,48) que de management et stratégie (rang=2,87). Une comparaison des rangs de ces thèmes à l'aide du test de Wilcoxon indique une différence significative ($z=-4,733$; $p<,000$).

Le défaut de donner des arguments suffisants appuyant le lien entre la F&A et la création de valeur aux investisseurs semble ainsi remettre en cause la crédibilité du projet aux yeux des actionnaires. Cette réaction est logique, si la F&A est initiée pour des motifs économiques, les dirigeants seront en mesure d'expliquer sans ambiguïté la nature et les sources de synergie.

Nous avons ci-dessous des extraits de discours comprenant des thèmes de management et synergie.

We have the team to put our balance sheet to work, pursue the market opportunities that will grow this company and deliver shareholder value for the long term. Let me assure you that it's not just the executive suite that gets the job done. We have a deep bench of talent throughout our organization and we will rely on their good ideas and desire to make Duke Energy an industry leader. You've met many of the business heads at Duke Energy but they are supported by outstanding teams who deliver results. (Duke Energy, 2005)

We've gone through a very significant upgrading of our management team over these last several years, and that has been both through internal promotion of our best talent, as well as basically adding talent from the outside. (Kmart, 2005)

When the Executive Council met, they brainstormed the values they wanted to be part of the new HP. These values mapped closely to the historical values associated with the HP Way. These constants centered around such principles as trust and respect, achievement, integrity, teamwork, innovation and an inclusive work environment. (HP, 2001)

L'intérêt des actionnaires pour le thème « Management et stratégie » invite à réfléchir sur les propriétés des explications et le niveau d'analyse à apporter sur l'importance de ce thème dans le discours. Il est peu probable que les dirigeants veuillent divulguer leurs plans stratégiques et tactiques pour des raisons de confidentialité.

À notre avis, il s'agit moins d'une démonstration d'une relation de cause à effet entre les stratégies et la synergie, mais davantage d'une construction d'une histoire sur la supériorité de l'entreprise et de ses ressources. Les extraits de discours cités précédemment montrent en effet que les arguments relatifs au management et à la stratégie s'articulent plus autour des dirigeants, leurs compétences, et leurs aptitudes à gérer le processus d'intégrations que sur les stratégies à mettre en œuvre pour développer la synergie. Il s'agirait plus de nourrir l'hubris des actionnaires que de véritablement discuter de stratégie. L'hubris des actionnaires se définirait comme la satisfaction de l'égo liée au fait de faire partie de quelque chose de grand et de puissant.

5.2.3 Intérêts matériels et financiers des dirigeants

Ce thème se rapporte aux intérêts matériels et financiers que les dirigeants sont susceptibles de retirer des F&A. Nous avons émis l'hypothèse que les dirigeants ne vont pas aborder ce sujet avec les actionnaires. Même si les dirigeants sont clairement gagnants dans les F&A, ils n'ont aucun intérêt à étaler dans les discours publics que les F&A vont améliorer leur richesse.

Les discours comportent une proportion significative du thème d'intérêts matériels et financiers des dirigeants. La fréquence moyenne de ce thème est significativement différente de 0 ($t=3.009$; $sig.=.003$). Ces résultats ne supportent pas l'hypothèse que nous avons émise sur ce thème. Même si ce thème est présent de manière significative dans les discours, il n'en demeure pas moins que c'est le thème le moins discuté par les dirigeants.

Seuls 0,32% des thèmes abordés dans l'ensemble des discours portent sur les intérêts matériels et financiers des dirigeants. Dans ce pourcentage, 0,31% ($0,000358 \times 876$) proviennent des discours des F&A approuvées. Les discours du groupe des F&A complétées contiennent donc plus de thèmes d'intérêts matériels et financiers des dirigeants que ceux émis par le groupe des F&A rejetées. D'après le tableau 5.9, cette différence est significative.

Tableau 5.9
Comparaison des fréquences du thème « Intérêts matériels et financiers des dirigeants » selon l'issue de la transaction

Thème	Fréquences moyennes du thème dans les discours		Test-t pour l'égalité des moyennes	
	F&A approuvées (N=876)	F&A rejetées (N=183)	t	sig.
T5. « Intérêts matériels et financiers des dirigeants »	,000358	,000013	-2,879	,004 ***

**Significatif à 1%

Ces résultats suggèrent que l'omission des intérêts privés des dirigeants dans le discours peut engendrer la méfiance des actionnaires quant au motif des F&A. Ceux-ci rejoignent les conclusions obtenues dans les recherches sur la gestion des impressions concernant l'omission d'information (Abrahamson et Park, 1994; Guillamon-Saorin *et al.*, 2012; Merkl-Davies et Brennan, 2011).

Les dirigeants peuvent délibérément éviter d'aborder les sujets qui risquent d'être perçus négativement par l'auditoire et d'aller à l'encontre de leurs intérêts. Mais la technique d'omission ne fonctionne que si les investisseurs n'ont aucun moyen de détecter qu'une information a été délibérément omise. Il se peut, également, que les mentions soient positives quand la présentation des intérêts des dirigeants semble aller dans le même sens que les intérêts des actionnaires, soignant ainsi leur hubris. Il faudrait un autre type d'analyse de contenu, portant sur le ton du discours, pour être en mesure de conclure sur cette question.

L'intérêt des dirigeants dans les F&A est un fait bien documenté. Les dirigeants ne peuvent pas éviter complètement le sujet même si ce n'est pas un motif avouable des F&A. Les dirigeants auraient intérêt à en discuter. La communication d'une information négative n'empêche pas l'utilisation d'autres techniques de gestion des impressions pour contrôler les éventuels effets de la divulgation. On peut citer la sélectivité et l'ambiguïté du message (Merkl-Davies et Brennan, 2011). Nous pouvons nous en apercevoir dans les extraits de discours suivants :

[...] will receive a bonus to be paid in half on the first anniversary of the execution of the merger agreement. (HP, 2005)

It is currently expected that the compensation to be paid to directors, executive officers or other managers of New Express Scripts will be substantially similar to the compensation paid to Express Scripts directors, executive officers or other managers immediately prior to the effective time of the Express Scripts merger. (Express Scripts, 2011)

Express Scripts stockholders should be aware that executive officers and directors of Express Scripts have certain interests in the mergers that may be different from, or in addition to, the interests of Express Scripts stockholders generally. These interests include the following: Continuing Services as Director for New Express Scripts Board [...], Stock Options and Other Stock-Based Awards [...], Continuing Employment with New Express Scripts [...], Indemnification and Insurance. (Express Scripts, 2011)

Dans le discours d'Express Scripts, la liste des avantages que les dirigeants pourront retirer de la F&A est portée à la connaissance des actionnaires. Dans le même discours, il est mentionné que la rémunération demeurera inchangée après la F&A. L'interprétation est laissée à la discrétion des actionnaires.

5.3. Justification de la synergie

L'hypothèse 4 porte sur l'utilisation des prévisions chiffrées des synergies découlant des F&A. Nous avons vu dans les recherches sur la gestion des impressions que lorsque la performance est bonne, elle est mise en évidence avec des indicateurs de performance quantitatifs précis (Clatworthy et Jones, 2006). Les dirigeants n'hésitent pas à quantifier les prévisions lorsqu'ils prévoient une progression de la performance de l'entreprise. Les données quantitatives constituent alors un indicateur de la crédibilité du message (Merkl-Davies *et al.*, 2011).

Notre hypothèse sera supportée si une proportion significative de discours comporte des prévisions chiffrées des synergies découlant des F&A, et que l'utilisation des prévisions chiffrées des synergies favorise l'approbation des F&A. Les résultats figurent dans le tableau 5.10.

Tableau 5.10

Les fréquences des prévisions chiffrées des synergies selon le dénouement de la transaction

	Discours émis selon le dénouement de la transaction			Test-t pour l'égalité des moyennes
	F &A Approuvées (N=876)	F&A Rejetées (N=183)	Total (N=1059)	
Discours comportant des prévisions chiffrées des synergies	,7386	,6940	,7309	,2323 n.s.
Fréquence moyenne des prévisions chiffrées	,0884	,1255	,0948	,0917 *

* significatif à 10% - n.s. non significatif

73,86% des discours émis par des F&A approuvées comportent des prévisions chiffrées des effets de la synergie. Dans les F&A rejetées, la proportion est de 69,40%. La moyenne est 73,09% pour l'ensemble des discours. Les dirigeants utilisent des prévisions chiffrées des effets de la synergie découlant des F&A pour convaincre les actionnaires. La différence entre les nombres de discours comportant des prévisions chiffrées des synergies selon les types de dénouements des F&A n'est toutefois pas significative.

Quand on regarde les fréquences des prévisions chiffrées, les discours appartenant au groupe des F&A rejetées comportent plus de prévisions chiffrées que les discours des F&A approuvées. Ces résultats sont cohérents à la conclusion obtenue dans les recherches sur la cognition. La capacité des investisseurs à analyser une situation, et à discerner la meilleure option diminue avec le degré de complexité de l'information qu'ils ont à traiter (Maines et McDaniel, 2000; Elliott, 2006; et Hales, 2007). L'utilisation des prévisions chiffrées favorise l'approbation des F&A jusqu'à un certain seuil où les actionnaires ne sont plus en mesure de gérer le flux d'information. On pourrait aussi, alternativement, penser que les cas plus douteux suscitent de plus grandes explications qui sont perçues comme ce qu'elles sont : des tentatives de

noyer le poisson. Ce procédé discursif est documenté entre autres par (McCornack, 1992, 2008) dans son modèle.

Nous pouvons également faire le lien avec les résultats obtenus par Dutordoir *et al.* (2014). La principale raison qui empêche les dirigeants de divulguer des prévisions chiffrées des effets de la synergie est l'absence d'information leur permettant d'en faire une estimation. Les actionnaires ne verront pas d'un bon œil l'absence de prévisions chiffrées des effets de la synergie dans les discours. Il est alors logique de trouver une proportion significative de discours comportant des prévisions chiffrées des synergies découlant des F&A. Cependant, ce n'est pas un facteur déterminant de l'approbation des F&A.

5.4 L'hubris dans les discours

D'après les travaux de Roll (1986), l'hubris conduit les dirigeants à surestimer la synergie attendue de la F&A, et à sous-estimer les risques. Les F&A qui relèvent de l'hubris se traduiraient alors empiriquement par le versement d'une prime élevée. La prime représente la prime à payer pour prendre le contrôle de l'entreprise cible. Dans notre recherche, nous mesurons l'hubris des dirigeants en fonction des fréquences du thème. Nous pouvons faire un test de sensibilité pour savoir si les mesures de l'hubris que nous utilisons et la prime apportent la même information.

5.4.1 Lien entre la fréquence du thème « Hubris » et la prime

La prime mesure l'écart en pourcentage entre l'offre de l'acquéreur et le prix au marché des actions de la cible, ainsi :

$$Prime = \frac{\text{offre de l'acquéreur}}{\text{Prix au marché des actions de la cible}} - 1 \quad (5.1)$$

Les primes que nous utilisons sont issues de la base de données SDC Platinum. Celles-ci sont calculées par rapport au cours des actions de la cible 1 jour, 1 semaine, et 4 semaines avant la date d'annonce de la F&A.

Le tableau 5.11 est une description statistique des primes que les entreprises acquéreuses ont consenti à verser. Si nous prenons les primes calculées sur un horizon de 4 semaines, elles varient de -72,63% à 255,53%. La prime la plus élevée dans notre échantillon a été versée par RJ Reynolds Tobacco Holdings pour l'acquisition de Nabisco Group Holdings Corp. Le cours des actions de Nabisco Group Holdings Corp valait 8,43\$ quatre semaines avant l'annonce de la F&A, RJ Reynolds Tobacco Holdings payait 29,99\$ pour chaque action. La prime la moins élevée, qui est en fait un escompte, concerne la transaction entre Dynegy Inc et Enron Corp. Les actions d'Enron Corp se transigeaient à 35,81\$ quatre semaines avant l'annonce de la F&A, Dynegy Inc prévoyait payer 9,80 \$ pour chaque action

Tableau 5.11
Statistique des primes octroyées par l'entreprise acquéreuse

Horizon de calcul de la prime	Prime en pourcentage			
	Minimum	Maximum	Moyenne	Écart-type
1 jour avant l'annonce	-30,00	231,74	29,2456	33,02182
1 semaine avant l'annonce	-57,83	230,16	29,8827	32,46511
4 semaines avant annonce	-72,63	255,53	32,3363	37,95463

Tableau 5.12
Corrélation entre la fréquence du thème « Hubris » et la prime

Corrélation entre la fréquence du thème "Hubris" et	Corrélation de Pearson	Sig. (bilatérale) N=95	
Prime 1 jour avant l'annonce	,244	,006	***
Prime 1 semaine avant l'annonce	,219	,015	**
Prime 4 semaines avant l'annonce	,219	,015	**

*** corrélation significative à 1% - ** corrélation significative à 5%

Le tableau 5.12 présente les résultats des analyses des corrélations entre les fréquences du thème « Hubris » et les primes que l'entreprise acquéreuse a consenti à verser. L'analyse porte sur les 95 F&A pour lesquelles l'entreprise acquéreuse a produit des communications volontaires. La corrélation entre la prime et la fréquence du thème « Hubris » est positive, et significative dans chacune des trois dates de références. Il y a une forte probabilité que les variations de ces deux variables soient dues à une même cause commune, et que le thème « Hubris » et la prime présentent la même information. Cette conclusion paraît logique quand nous regardons ce que les dirigeants disent à propos des primes :

Simply because we have synergies and economic value that we think we can create from the areas that Kevin just mentioned that are at least equal to the premium that we're paying. So it gives us the opportunity to not only pay that premium, but also to drive economic value over the long term. (Microsoft, 2008)

Dans l'extrait de discours ci-dessus, les dirigeants font le lien entre la synergie et la prime. La prime que l'entreprise acquéreuse est disposée à payer représenterait la synergie totale estimative. Or, l'hubris des dirigeants les conduit à surestimer la synergie attendue des F&A. On ne peut pas écarter l'idée que le niveau de la prime et la fréquence d'utilisation du thème de l'hubris puissent constituer deux facettes d'une même réalité qui est l'hubris des dirigeants.

5.4.2 Co-occurrence entre l'hubris et les autres thèmes

Dans l'analyse des caractéristiques thématiques des discours (Hypothèses 2,3 et 5), la fréquence du thème « Hubris » est calculée sans distinguer la situation ou l'objet auquel l'hubris est associée. Nous avons vu dans les recherches antérieures que l'hubris des dirigeants les conduit à avoir une vision distordue de la réalité : minimiser les coûts et les risques liés à la F&A, et créer une fausse image d'eux-mêmes en surestimant leurs compétences (Roll, 1986; Malmendier et Tate, 2008 ; Hayward, 2007 ; Claxton *et al.*, 2013). L'hubris peut en conséquence être associée à la qualité des ressources de l'entreprise (management et stratégie), aux effets de la F&A sur la performance de l'entreprise (rendement, développement), et aux effets de la synergie sur la richesse des actionnaires (synergie).

Nous nous intéressons particulièrement à la co-occurrence entre les thèmes d'hubris et de synergie dans la mesure où c'est l'aspect sur lequel les dirigeants sont susceptibles d'insister pour inciter les actionnaires à adhérer au projet de F&A. Aussi, nous avons émis l'hypothèse que le thème d'hubris sera présenté significativement en co-occurrence avec le thème de synergie.

Pour chaque paire de thèmes « Hubris-Rendement », « Hubris-Développement », « Hubris-Synergie », et « Hubris-Management et stratégie », nous avons calculé l'indice de co-occurrence selon le modèle PMI (Pointwise Mutual Information) de Church et Hanks (1990), et testé statistiquement l'intensité de la co-occurrence. Les résultats figurent dans le tableau 5.13. Nous avons pour chaque paire de thèmes x et y , la probabilité de les observer simultanément dans un même segment de texte [$f(x,y)$], la probabilité d'observer chaque thème indépendamment de l'autre [$f(x) \times f(y)$], l'indice de la co-occurrence basé sur le PMI, et le résultat du test-t sur les moyennes des PMI. L'indice PMI augmente à mesure que $f(x,y)$ s'écarte de $f(x) \times f(y)$.

Tableau 5.13
Intensité de la co-occurrence des thèmes

Thème cooccurrent avec « Hubris »	Probabilités moyennes		PMI moyens	Test-t sur les moyennes des PMI Valeur du test=0		
	$f(x, y)$	$f(x) \times f(y)$		<i>t</i>	Sig.	
Rendement	,001066	,000402	5,0820	31,982	,0000	***
Développement	,004399	,000377	11,5722	107,569	,0000	***
Synergie	,009164	,000102	13,6623	124,050	,0000	***
Management et stratégie	,000319	,000207	1,8803	15,629	,0000	***

*** Significatif à 1%

Tous les indices de co-occurrence avec le thème « Hubris » sont positifs et significatifs ($p < ,01$). La probabilité de trouver chaque paire de thèmes simultanément dans un segment de discours est plus élevée que la probabilité d'observer l'un des thèmes sans l'autre. La présence simultanée de ces thèmes dans une unité de texte se produit donc plus souvent que par le simple hasard.

Ces résultats suggèrent qu'à travers leurs discours, les dirigeants cherchent à créer un sentiment de fierté chez les actionnaires et leurs représentants avec une perception grandiose des effets de la F&A. Toutefois, la co-occurrence entre les thèmes « Hubris » et « Synergie » a l'intensité la plus élevée, indiquant qu'ils cherchent particulièrement à susciter l'hubris des actionnaires sur des thèmes liés au fait d'avoir une firme plus grande, plus puissante et plus prestigieuse, afin d'obtenir leur approbation.

Cette stratégie semble fonctionner. En nous basant sur le tableau 5.14, une association plus fréquente des thèmes « Hubris » et « Synergie » dans les discours favorise l'approbation de la F&A.

Tableau 5.14
Analyse comparative des indices de co-occurrence selon le dénouement de la transaction

Thèmes	PMI moyens		Test-t pour l'égalité des moyennes (Approuvée – Rejetée)	
	F & A Approuvées (N=876)	F&A Rejetées (N=183)	t	Sig.
Hubris, Rendement	4,4564	8,0765	9,039	0,0000 ***
Hubris, Développement	11,4822	12,0035	2,204	0,0280 **
Hubris, Synergie	13,7658	13,1672	-2,058	0,0400 **
Hubris, Management et Stratégie	2,1597	0,5434	-7,894	0,0000 ***

*** Significatif à 1% ** significatif à 5%

Il en va de même pour la paire de thèmes « Hubris – Management et stratégie », les discours les plus convaincants sont ceux qui mettent en valeur la qualité de l'équipe de direction et la supériorité des ressources de l'entreprise. Quand l'hubris est associée au thème « Rendement » ou « Développement », il y a plus de chance que la F&A soit rejetée. Il peut être intéressant pour les dirigeants d'être à la tête d'une entreprise qui est d'une visibilité accrue, mais il n'en est rien pour les actionnaires. Ce qui compte pour eux, c'est de savoir que l'entreprise dispose de la meilleure équipe, et qu'elle réunira les meilleurs talents pour créer une valeur « considérable », « substantielle », ou « gigantesque ».

Nous avons ci-dessous des extraits de discours où l'hubris est associée aux thèmes « Synergie » et « Management et stratégie » :

« Hubris » et « Synergie »

[...] this merger, from our perspective in every metric, really makes Ecolab a *stronger, more powerful shareholder value driver*. It's going to be accretive. (Ecolab, 2011)

This is not a short-term panacea, this is a long-term investment and gives us a *tremendous* opportunity to drive *shareholder value* from Microsoft. (Microsoft, 2008)

In addition, New EchoStar will achieve *greater* economies of scale and *substantial* cost synergies as a result of the integration of the ECC and DIRECTV satellite platforms. (EchoStar, 2001)

[...] then the result will be a *strong* increase in *shareholder value*. We are all significant shareholders in this company, and we believe that the actions that we've taken today will improve our values and your values long run. (Chase Manhattan, 2000)

« Hubris » et « Management et stratégie »

We set our priority for securing *very highly talented management team*, and we succeeded in bringing together the best manager's in the industry. [...] I will be working side by side with the CEO to develop the company's strategic direction, and most importantly to help ensure the achievement of the \$12 billion in synergies that make this deal so compelling. (Sprint, 2004)

Probably more importantly, we have a *highly experienced management team and management continuity will be strong*. (Lincoln, 2005)

This management team's *extraordinary experience, talent and energy* will enable us to hit the ground running once the merger is completed, to deliver to our customers and shareholders the value from this strategic combination of brands and other assets. (NiSource, 2000)

We are absolutely convinced that we have created a company with tremendous potential, and we're confident that we're going to be able to quickly and successfully integrate the two companies. (Phillips Petroleum Company, 2001)

Ces résultats soulèvent la question sur le processus de décision des actionnaires. Ils privilégient les projets de F&A pour lesquels les dirigeants prévoient une amélioration substantielle de leurs intérêts, sans nécessairement procéder à une vérification

diligente de cette information. Les actionnaires approuvent les F&A qui vont générer une valeur « considérable », « substantielle », « gigantesque ». Ceux-ci rejoignent le constat que fait Simon (2000) à propos du comportement des investisseurs quand le processus de décision est complexe. Selon l'auteur, dans une décision impliquant une quantité élevée d'information, ou des informations d'une grande complexité, les décideurs seront incapables d'utiliser toutes les informations pertinentes, ils auront recours à des outils décisionnels simplifiés qui peuvent aller jusqu'à la simple confiance dans les dirigeants de l'entreprise. Cela se traduit par des choix satisfaisants qui ne sont pas obligatoirement optimaux.

Ces résultats indiquent également que l'hubris est un facteur à ne pas négliger dans les explications des F&A, nous y reviendrons dans la prochaine section.

5.5. Modèle de classification des discours

Nous cherchons à mettre en place un modèle qui permet de classer les discours, et de prédire le dénouement de la F&A en fonction de l'ensemble des caractéristiques thématiques des discours. L'analyse multivariée complètera les tests que nous avons entrepris sur chacune des variables thématiques. Le modèle de classification tient compte de toutes les variables thématiques que nous avons étudiées, il est spécifié comme suit :

$$\begin{aligned}
 Issue = & \delta_0 + \delta_1 T1 + \delta_2 T2 + \delta_3 T3 + \delta_4 T4 + \delta_5 T5 + \delta_6 T6 + \delta_7 T7 + \delta_8 T7, T1 \\
 & + \delta_9 T7, T2 + \delta_{10} T7, T4 + \delta_{11} T7, T5 + \delta_{12} \textit{Prévision chiffrée} \\
 & + \delta_{13} \textit{Comité} + \delta_{14} \textit{indépendance} + \varepsilon
 \end{aligned}$$

Variables indépendantes

- T1.Rendement
- T2.Développement
- T3.Environnement
- T4. Synergie
- T5.Management et stratégies
- T6.Intérêts matériels et financiers des dirigeants
- T7.Hubris
- T7, T1 (Hubris, Rendement)
- T7, T2 (Hubris, Développement)
- T7, T4 (Hubris, Synergie)
- T7, T5 (Hubris, Management et Stratégie)
- Prévision chiffrée des synergies

Variable de contrôle

- Variable de contrôle 1 - VC 1 : Comité de gouvernance
- Variable de contrôle 2 - VC 2 : Indépendance des administrateurs

La variable dépendante « Issue » prend la valeur 1 si la F&A correspondante a été acceptée, sinon 0. Les variables T1, T2, T3, T4, T5, T6, et T7 représentent les fréquences respectives des thèmes. Les variables d'interaction (T7, T1), (T7,T2), (T7,T4), (T7,T4) indiquent l'intensité de la co-occurrence entre les deux thèmes selon le modèle PMI de Church et Hanks (1990). Ce sont les mêmes variables que nous avons utilisées pour les analyses univariées. En ce qui concerne les variables de contrôle, 85,55 % des communications sont émises par des entreprises disposant d'un comité de gouvernance. Les communications sont émises par des dirigeants des entreprises dans lesquelles 80,68% des administrateurs en moyenne sont indépendants.

5.5.1 Vérification des conditions d'application

La régression logistique n'exige pas que les variables indépendantes soient distribuées normalement, linéaires ou que les variances dans les différents groupes

soient égales. Cependant, il convient de vérifier la prémisse de multicolinéarité. Le problème de multicolinéarité survient lorsque les variables indépendantes sont fortement corrélées entre elles.

Lorsque les variables indépendantes sont très corrélées entre elles, les coefficients estimés deviennent instables, de faibles fluctuations des données entraînent de fortes variations des valeurs estimées des coefficients. Il en résulte des changements de signe inattendus concernant le sens de la relation existant entre la variable dépendante et les variables explicatives concernées (Gujarati, 2004). Le tableau 5.15 donne les corrélations entre les variables indépendantes de notre modèle d'explication de l'approbation des F&A.

Tableau 5.15
Matrice de corrélation des variables indépendantes

	T1	T2	T3	T4	T5	T6	T7	T7, T1	T7,T2	T7,T4	T7,T5	VC1	VC2
T1	1,00												
T2	,737	1,00											
T3	,665	,693	1,00										
T4	,485	,497	,495	1,00									
T5	,385	,407	,396	,636	1,00								
T6	,252	,238	,213	,334	,349	1,00							
T7	,671	,710	,606	,499	,387	,260	1,00						
T7, T1	,183	,168	,152	,135	,134	,085	,207	1,00					
T7,T2	-,510	-,605	-,502	-,386	-,301	-,162	-,518	-,087	1,00				
T7,T4	-,501	-,529	-,430	-,350	-,250	-,207	-,807	-,121	,582	1,00			
T7,T5	,205	,252	,179	,370	,385	,431	,264	,120	-,182	-,193	1,00		
Synergie chiffrée	,548	,542	,534	,425	,313	,231	,499	,132	-,384	-,366	,175		
VC1	,015	,032	-,012	-,035	-,048	,008	,006	-0,081	0,064	-,012	-,011	0,226	
VC2	0,061	0,086	,042	,041	,008	,030	0,066	,013	,054	-,060	,053	-,020	0,339

Il n'y a pas de valeur seuil permettant d'identifier clairement la présence du problème de multicolinéarité, mais il est d'usage de considérer que des coefficients de corrélations supérieurs à 0.9 soient révélateurs d'un problème de multicolinéarité entre les variables concernées (Menard, 2010). Dans notre échantillon, la matrice de corrélation n'indique pas de problème majeur de multicolinéarité (Tableau 5.15). Tous les coefficients sont en dessous du seuil de 0.9.

5.5.2 Qualité du modèle

La régression logistique a été réalisée pour comparer les caractéristiques des discours dans les deux cas de dénouement des F&A.

Le premier modèle tient compte de l'échantillon total (Modèle 1, Tableau 5.16). Le test χ^2 pour la spécification du modèle est significatif ($p < ,000$), le modèle permet d'expliquer l'issue de la F&A. Le R^2 de Nagelkerke indique que le modèle explique 32,9% de la variation du dénouement de la F&A. Pourtant, le test de Hosmer-Lemeshow est significatif indiquant un écart important entre les valeurs prédites et observées. Le modèle ne prédit pas efficacement le groupe d'appartenance des discours. L'analyse des résidus indiquait en effet la présence d'un certain nombre d'observations ayant une valeur résiduelle standardisée élevée. La présence de valeurs extrêmes réduit la pertinence des résultats et la qualité de l'ajustement du modèle (Hosmer, Lemeshow et Sturdivant, 2013; Tabachnick et Fidell, 2013). C'est ce qui semble être le cas avec ce premier modèle.

26 observations ont une valeur résiduelle dépassant 3 écarts-types. Ceci nous renseigne sur la présence de valeurs extrêmes qui sont mal prédites par le modèle. En nous référant à Tarling (2008) et Tabachnick et Fidell (2013), nous avons repris la régression sans les observations ayant des valeurs extrêmes.

Tableau 5.16
Qualité du modèle

Évaluation de la qualité du modèle	Modèle 1 Échantillon initial (N=1059)		Modèle 2 Sans les valeurs extrêmes (N=1033)	
	Valeur	sig.	Valeur	sig.
<i>2log-vraisemblance initiale</i>	974,927		890,645	
<i>Récapitulatif du modèle</i>				
2log-vraisemblance	741,150		597,289	
R2 de Nagelkerke	0,329		0,428	
<i>Test de spécification du modèle</i>				
χ^2	233,776	0,00 ***	293,356	0,00 ***
<i>Qualité d'ajustement</i>				
Test de Hosmer-Lemeshow	14,62	0,067 *	9,456	0,305 n.s.
<i>Pourcentage de classement correct</i>	Cas	%	Cas	%
Rejetées	50/183	27,32%	88/157	56,05%
Approuvées	845/876	96,46%	852/876	97,26%
Global	895/1059	84,51%	940/1033	91,00%

*** significatif à 1% - significatif à 10%

À la lecture des résultats du modèle 2, le test de Hosmer-Lemeshow est non significatif ($\chi^2=9,456$; $p=0.305$) indiquant que les valeurs prédites et les valeurs observées sont cohérentes. Le modèle est globalement significatif ($\chi^2 =293,346$; $p=.000$), et il explique 42,8% de la variation du dénouement de la F&A. Le pourcentage de classement correct des discours dans leur groupe d'appartenance respectif confirme la qualité d'ajustement du modèle.

Si on affectait aléatoirement un discours dans les deux types de dénouements de la F&A, on aurait eu 74,22% ² de chance de le classer correctement, le maximum de

$$2 \left(\frac{157}{1033} \right)^2 + \left(\frac{876}{1033} \right)^2 = 74,22\%$$

chance qu'il fallait améliorer était de 84,80%³. Le modèle 2 classe correctement les discours dans 91% des cas. La qualité du modèle s'est nettement améliorée après la suppression des observations qui avaient une valeur résiduelle dépassant 3 écarts-types, l'analyse sera alors effectuée en fonction du modèle 2.

5.5.3 Les facteurs déterminants de l'approbation des transactions

La synergie n'est pas la seule variable thématique affectant de manière significative l'issue de la F&A (Tableau 5.17). Les thèmes de développement, des intérêts matériels et financiers des dirigeants, d'hubris, les prévisions chiffrées de synergie, et toutes les co-occurrences avec le thème d'hubris sont liés de manière significative avec le dénouement de la F&A. Nous retrouvons les mêmes résultats que ce que nous avons obtenu avec les tests univariés pour le thème des intérêts matériels et financiers, et les prévisions chiffrées de synergie. Le lien entre le thème des intérêts matériels et financiers des dirigeants et l'approbation des F&A demeure positif et significatif. Le lien entre les prévisions chiffrées de synergie et le dénouement des F&A reste négatif et significatif. Nous ne reviendrons pas sur ces résultats, nous nous focalisons sur les nouveaux aspects que l'analyse multivariée révèle.

Le rendement

Discuter du thème de rendement seul ne semble pas modifier l'issue de la F&A. L'importance accordée par les actionnaires à ce thème change toutefois lors que celui-ci est présenté en co-occurrence avec les thèmes d'hubris. La co-occurrence entre les thèmes de rendement et d'hubris réduit la probabilité que la F&A soit approuvée. Le thème de rendement englobe des mesures de performance autres que ce qui touche directement les actionnaires. Les dirigeants discutent de la solvabilité, de la liquidité, de l'efficacité et de l'endettement de l'entreprise. D'après ces résultats, les

³ $\frac{876}{1033} = 84,80\%$

actionnaires ne semblent pas approuver l'idée que les effets substantiels de synergie puissent s'étendre à l'ensemble de l'entreprise.

Tableau 5.17
Régression logistique de l'issue d'une Fusion-Acquisition

Variables explicatives	Modèle 2			
	Sans les valeurs extrêmes N=1033			
	B	Exp(B)	WALD	sig
T1.Rendement	-1,725	0,178	1,710	0,19
T2.Développement	1,958	7,085	23,399	0,00 ***
T3.Environnement	-1,335	0,263	2,602	0,11
T4. Synergie	1,905	6,719	15,292	0,00 ***
T5.Management et stratégies	2,509	12,293	0,160	0,90
T6.Intérêts matériels et financiers des dirigeants	2,480	11,941	4,023	0,04 **
T7.Hubris	-1,110	0,330	9,670	0,00 ***
PMI (Hubris, Rendement)	-0,221	0,802	96,976	0,00 ***
PMI (Hubris, Développement)	-0,125	0,882	8,790	0,00 ***
PMI (Hubris, Synergie)	0,116	1,123	14,477	0,00 ***
PMI (Hubris, Management et Stratégie)	0,170	1,185	7,905	0,00 ***
Synergie chiffrée	-1,978	0,138	38,783	0,00 ***
Comité de gouvernance	0,497	1,644	2,802	0,09 *
Indépendance	1,805	6,080	3,482	0,06 *
Constante	0,563	1,757	4,942	0,02 **

*** significatif à 1%; ** significatif à 5%; * significatif à 10%

Ces résultats nous ramènent au débat sur la gouvernance d'entreprise. Les actionnaires se focalisent sur leur propre intérêt, et ne reconnaissent pas que toutes les parties prenantes devraient pouvoir bénéficier des activités de l'entreprise. Ce comportement influence autant les dirigeants dans leur modèle de gestion que les administrateurs dans leur responsabilité de représenter les actionnaires.

Le développement de l'entreprise

Le thème de développement est corrélé positivement avec le dénouement de la F&A. Parler de développement affecte favorablement la décision des actionnaires. Ce résultat est cohérent avec les théories de la synergie. Une F&A constitue un passage incontournable pour augmenter rapidement la taille de l'entreprise et son influence sur le marché. Elle est perçue comme une stratégie de croissance moins coûteuse, plus rapide et moins risquée que la croissance organique (Shenoy, 2012; Bernile, Lyandres et Zhdanov, 2012).

Rejeter une F&A freinerait l'acquisition d'un pouvoir de marché permettant à l'entreprise de se démarquer de ses concurrents. La co-occurrence entre les thèmes de développement et d'hubris est toutefois corrélée négativement avec l'approbation de la F&A. Ceci indique que les actionnaires ne recherchent pas un développement à outrance. Ils s'intéressent au développement de l'entreprise, mais ce n'est pas l'aspect qu'ils recherchent le plus dans les F&A.

L'importance de l'hubris dans l'approbation des F&A

Le résultat le plus saillant dans ce modèle est sans doute le lien positif entre le thème d'hubris et l'approbation des F&A lorsque celui-ci est présenté en co-occurrence avec le thème de synergie et le thème de management et stratégie.

La présence du thème de synergie dans le discours augmente la probabilité d'approbation de la F&A [$\exp(B)=6,719$; $p<,001$], la co-occurrence du thème d'hubris avec le thème de synergie n'annule pas le lien entre la synergie et l'issue de la F&A, celle-ci le renforce [$\exp(B)=1,123$; $p<,001$]. Nous faisons le même constat avec le

thème de management et synergie. Ce thème en soi n'affecte pas le dénouement de la F&A lorsque les effets de toutes les variables thématiques sont contrôlés, le lien devient positif et significatif quand il est présenté en co-occurrence avec le thème d'hubris [$\exp(B) = 1,185$; $p < ,001$].

La présence du thème d'hubris dans les discours réduit la probabilité d'approbation de la transaction. Par contre, lorsqu'il est présenté en co-occurrence avec le thème de synergie ou de management et stratégie, il favorise l'approbation de la F&A. Ces résultats indiquent que la synergie constitue un facteur important dans la décision des actionnaires. Ils demeurent rationnels, mais la rationalité économique ne suffit pas à expliquer leur comportement.

Qualité de la gouvernance

La présence du comité de gouvernance ainsi que l'indépendance du conseil d'administrateurs favorisent l'approbation des F&A. Nos résultats sont cohérents avec ceux obtenus dans les recherches antérieures sur le rôle de la gouvernance. La qualité des mécanismes de gouvernance mis en place par l'entreprise acquéreuse semble instaurer un climat de confiance entre les actionnaires et l'équipe de direction (Bhagat et Bolton, 2008; Hillman et Dalziel, 2003). Les actionnaires les prennent en compte dans l'évaluation qu'ils font des entreprises et de leurs perspectives de croissance. Une bonne gouvernance des entreprises les conduit à accorder une crédibilité aux communications émises par les dirigeants.

Bien que la notion d'indépendance des administrateurs, le fonctionnement des conseils, la composition des nombreux comités au sein de l'entreprise ne puissent à eux seuls rendre compte de la gouvernance, nos résultats suggèrent néanmoins que ceux-ci constituent des indicateurs manifestes de la qualité de la gouvernance de l'entreprise.

5.6. Discussion des résultats

Nous cherchions à identifier les caractéristiques des discours que les dirigeants livrent aux actionnaires pour obtenir leur approbation. Nos résultats sont résumés dans le tableau 5.18.

Tableau 5.18
Récapitulation des résultats

Hypothèse	Résultats
<i>H₁ : Les dirigeants vont adresser une proportion significative de leurs communications aux actionnaires de l'entreprise acquéreuse</i>	<i>Supporté</i> 67,28% des discours s'adressent aux actionnaires de l'entreprise acquéreuse
<i>H₂ : Les dirigeants adresseront aux actionnaires des communications traitant principalement du thème de la synergie</i>	<i>Supporté</i> Le thème de synergie est le premier thème qui marque la différence entre les discours selon le dénouement de la F&A
<i>H₃ : Les dirigeants convaincront les actionnaires avec des discours comportant une proportion significative d'arguments relatifs au management et à la stratégie</i>	<i>Supporté</i> La proportion du thème de management et stratégie est significative
<i>H₄ : Les dirigeants utiliseront des prévisions chiffrées des effets de la synergie découlant des F&A pour convaincre les actionnaires</i>	<i>Non supporté</i> L'utilisation des prévisions chiffrées de synergie ne permet pas de convaincre les actionnaires d'adhérer aux F&A
<i>H₅ : Les thèmes d'agence ne seront pas discutés dans les discours adressés aux actionnaires</i>	<i>Non supporté</i> Les discours contiennent une proportion significative du thème des intérêts matériels et financiers des dirigeants
<i>H₆ : Le thème d'hubris sera présenté significativement en co-occurrence avec le thème de synergie</i>	<i>Supporté</i> La co-occurrence entre les thèmes « Hubris » et « Synergie » a l'intensité la plus élevée.

Nos résultats font découvrir une nouvelle facette des motifs des F&A : l'hubris des actionnaires et de leurs représentants. La synergie demeure un facteur important dans la décision des actionnaires, mais celle-ci ne suffit pas à expliquer leur comportement. L'hubris renforce le rôle de la synergie dans leur décision. C'est le point saillant de cette recherche.

Si nous revenons sur les recherches sur l'hubris, l'hypothèse de l'hubris des dirigeants suppose une vision distordue de la réalité : créer une fausse image de soi en surestimant ses compétences, minimiser les coûts et les risques liés à la F&A, et surévaluer la synergie (Roll, 1986 ; Hayward *et al.*, 2006). Les résultats des recherches adoptant l'approche de l'hubris supportent l'idée que les dirigeants se servent des F&A pour renforcer leur égo (Billett et Qian, 2008 ; Aktas *et al.*, 2009; Collins, 2009). L'acquisition d'Equinox par Barrick Gold Corp. en est un exemple. Dans une interview accordée à Globe and Mail, Monsieur Munk, directeur Barrick Gold Corp., déclare :

We bought Equinox to increase our copper. And that was my first major mistake – entirely attributed to hubris [...] The very fact that I accepted that stupidity ... that I kept on believing, because everyone kept on saying gold goes up. I should have known. (Interview accordée par M. Peter Munk à Younglai pour The Globe and Mail, le 04 décembre 2013)

L'hubris peut ainsi constituer un facteur important des F&A pour les dirigeants et non pour les actionnaires. Les chercheurs la situent exclusivement au niveau des dirigeants. Pourtant, nos résultats indiquent qu'on ne peut pas écarter le rôle de l'hubris dans la décision des actionnaires et des administrateurs. Les manifestations de l'hubris des dirigeants deviennent les critères de décision des actionnaires et de leurs représentants.

Les dirigeants semblent avoir réussi à susciter l'hubris des actionnaires au point que ces derniers ne semblent plus voir le danger qu'elle représente pour leur intérêt. Les actionnaires approuvent les F&A qui vont générer une valeur « considérable », « substantielle », « gigantesque ». Ils comptent sur une équipe de direction

« extraordinaire » pour développer la synergie. Quand on dit que l'hubris est l'une des causes de la destruction de valeur dans les F&A, les dirigeants ne peuvent pas être tenus pour seuls responsables.

Quelques auteurs comme Metz (2009) et Ward (2003) ont reconnu l'existence de l'hubris des administrateurs dans leur ouvrage, sans pour autant aller plus loin. C'est un aspect qui n'a pas encore été abordé dans la littérature sur les F&A, il s'agit d'une piste de recherche intéressante pour comprendre les activités de F&A.

Nos résultats ouvrent une discussion sur la responsabilité des actionnaires dans les F&A. Revenons sur le cas de Barrick Gold Corp., l'entreprise a versé une prime de 30% à Equinox. L'accord a entraîné une augmentation de la dette de Barrick Gold Corp, et un effondrement de la valeur de ses actions. Malgré ces problèmes, M. Peter Munk restait convaincu que Barrick Gold Corp ferait partie des géants dans l'industrie minière au même titre que Rio Tinto et BHP Billiton. Il déclarait par la même occasion: "I really believe that Barrick's destiny is the North American RTZ and BHP, and that's what it will be without a shadow of a doubt." (Interview accordée par M. Peter Munk à Younglai pour The Globe and Mail, le 04 décembre 2013).

Comme nous pouvons le constater, les discours des dirigeants renseignent sur leur caractère, leur style de gestion, et leurs objectifs. L'extrait de discours ci-dessus suggère que l'hubris joue un rôle important dans les décisions de Peter Munk. Une lecture minutieuse du discours permettra alors aux actionnaires d'avoir une idée sur le motif qui guide les dirigeants dans leurs décisions.

Tous les actionnaires et les administrateurs n'ont pas l'opportunité de côtoyer les dirigeants de près pour juger leur personnalité et leur comportement. Néanmoins, ils peuvent se servir des documents publics émis par les dirigeants pour avoir une idée sur leur style de gestion et leur trait de caractère. L'utilisation du thème d'hubris dans le discours peut représenter une tentative de gestion des impressions de la part des dirigeants pour faire passer la leur.

Ces résultats soulèvent la question sur l'efficacité du marché. Si le marché était efficace, il n'y aurait aucun intérêt à manipuler l'information, car les investisseurs s'en apercevraient immédiatement. Les dirigeants ne croient donc pas à l'efficacité du marché. Ils décident de gérer les impressions, car ils savent qu'ils peuvent tromper les investisseurs, surtout ceux qui sont non sophistiqués. Nous cherchons à sensibiliser les investisseurs à l'importance d'un cadre informationnel pour une information suffisante et pertinente lorsqu'ils sont appelés à se prononcer sur un projet économique touchant de près leur intérêt.

CONCLUSION

Pourquoi les administrateurs et les actionnaires de l'entreprise acquéreuse continuent-ils à donner leur accord bien que les F&A soient associées à de piètres performances ? C'est la question que nous nous posons au début de cette recherche. Nous cherchions les explications dans les discours que les dirigeants adressent aux actionnaires et à leurs représentants pour obtenir leur adhésion. Plus spécifiquement, nous avons analysé comment les dirigeants de l'entreprise acquéreuse justifiaient les F&A sur le terrain.

Il nous a d'abord fallu identifier les motifs qui poussent les dirigeants à entreprendre une F&A. À partir de la littérature, trois principales théories sous-tendent les motivations des dirigeants à entreprendre une F&A : la théorie de la synergie, la théorie de l'agence et la théorie de l'hubris. Dans la théorie de la synergie, les F&A sont motivées par la création de valeur, et donc la maximisation de la richesse des actionnaires. Dans les théories de l'agence et de l'hubris, les dirigeants privilégient leurs propres intérêts au détriment des actionnaires (Seth *et al.*, 2000).

Nous avons alors d'une part la synergie qui est un motif avouable, et d'autre part l'amélioration des intérêts personnels des dirigeants qui n'est pas avouable. Le défi pour les dirigeants est de persuader les parties prenantes de l'intérêt économique de la F&A alors que dans les faits les F&A détruisent de la valeur plus souvent qu'elles n'en créent (Agrawal *et al.*, 1992; Bradley *et al.*, 1988). Nous nous sommes basés sur la théorie de la gestion des impressions pour émettre des hypothèses sur le contenu thématique des discours que les dirigeants adressent aux actionnaires et à leurs représentants.

Nos résultats indiquent que :

- les dirigeants cherchent à gérer les impressions des actionnaires et de leurs représentants,
- ils ne cachent pas leurs intérêts dans les F&A;
- ils suscitent l'hubris des actionnaires pour faire passer la leur.

Nous avons testé si les dirigeants cherchaient à manipuler les opinions des actionnaires et de leurs représentants. 67,28% de l'ensemble des discours émis par les dirigeants s'adressent aux actionnaires. Il semble important pour les dirigeants de contrôler l'opinion que les actionnaires et leurs représentants se font sur les F&A.

Notre principal objectif était d'établir les caractéristiques des discours émis par les dirigeants pour obtenir l'adhésion des actionnaires. Nos résultats soulignent l'effet positif de la synergie sur l'approbation de la F&A. Cela n'a rien de surprenant. Le développement de la synergie tend vers la création de valeur actionnariale. C'est un motif avouable des F&A. Il est logique de retrouver le thème de synergie dans les discours. Les actionnaires ne peuvent que réagir favorablement aux discours mettant en valeur leur intérêt.

Le point saillant de cette recherche est la mise en lumière du rôle de l'hubris dans la décision des actionnaires. Nos résultats montrent en effet que l'hubris constitue un facteur favorable à l'approbation de la F&A, elle renforce significativement le rôle de la synergie dans la décision des actionnaires. Autrement dit, il n'y a pas que les dirigeants qui sont en quête d'actions qui peuvent renforcer leur fierté, leur égo, et qui peuvent les propulser sur le devant de la scène. L'hubris affecte autant les actionnaires, ou leurs représentants que les dirigeants.

On peut dire, de manière préliminaire, que cette hubris n'a pas exactement les mêmes composantes que celui des administrateurs ou des actionnaires. Plusieurs études ont décrit l'hubris comme une grande arrogance et une certitude de savoir mieux que les autres. Contrairement aux dirigeants qui s'illusionnent sur leur pouvoir, sur leurs

compétences ou sur leurs chances de réussite, les actionnaires ou leurs représentants ne s'estiment pas au-dessus des autres. Ils cherchent à faire partie d'une certaine sphère sociale. Les éléments de l'hubris des actionnaires seraient fondés dans la volonté (i) d'avoir des parts dans quelque chose de gros et de connu, (ii) de faire ainsi partie, même à un faible niveau, de ceux qui décident dans la société et enfin, (iii) de justifier leurs décisions d'investissement.

L'analyse de l'hubris des actionnaires et des administrateurs constitue alors une piste de recherche qui mérite d'être explorée pour comprendre les F&A. Les recherches antérieures montrent que l'hubris peut expliquer la destruction de valeur en F&A, nos résultats indiquent qu'elle n'est pas à négliger non plus dans l'explication de la progression et l'approbation des F&A.

Un grand nombre de recherches sur les discours porte sur les stratégies de légitimation de la transaction auprès des employés. (Demers *et al.*, 2003; Leonardi et Jackson, 2004). D'autres s'intéressent au processus discursif entre l'entreprise acquéreuse et l'entreprise cible pour prévenir la résistance de la cible à une F&A (Floris *et al.*, 2013; Vaara et Tienari, 2011). On sait peu sur le processus de conviction dans l'entreprise acquéreuse. Les résultats de cette recherche pourraient guider les dirigeants des entreprises acquéreuses dans le choix du contenu thématique de leurs discours.

Notre recherche contribue à combler des lacunes dans les écrits sur les F&A concernant l'identification des motifs des F&A. Il n'y a pas encore de modèle permettant d'évaluer les motifs des F&A avant qu'elles soient mises en œuvre. Les méthodes existantes sont basées sur l'analyse des rendements (Berkovitch et Narayanan, 1993). Le motif des F&A est déduit à partir de l'évolution des rendements entre le moment où les dirigeants ont annoncé l'intention d'entreprendre une F&A et la date où la F&A est approuvée. Autrement dit, il faut attendre que la F&A soit approuvée et mise en œuvre avant de connaître le motif qui aurait poussé les dirigeants à entreprendre une F&A. L'analyse de contenu proposée permet aux investisseurs d'avoir une idée sur le motif des F&A au moment opportun.

Notre recherche n'échappe pas à la présence d'un certain nombre de limites que nous relevons ci-après, la première étant liée au corpus. Notre analyse est basée sur l'hypothèse que les discours représentent l'opinion et les motivations des dirigeants, alors que la rédaction des discours est généralement confiée à une entreprise de relation publique (Brennan et Merkl-Davies, 2014). Même les grandes entreprises, qui ont généralement un service de communication ont recours à une entreprise de relations publiques. Les discours sont rédigés par des experts en communications spécialisés dans les F&A. Les relationnistes spécialisés connaissent toutes les ficelles de la gestion des enjeux liés aux F&A. Ils ont une expertise dans la construction d'histoires visant à gérer les impressions des actionnaires. L'extrait des discours d'une entreprise de relation publique suivant en témoigne : "Connect to stakeholders on an emotional level by making the M&A story quick, relevant and memorable." (Scheibel Halaska & Mertz Associates, 2015).

L'incidence de ce fait est toutefois limitée pour les discours oraux lorsqu'ils sont suivis d'une séance de questions-réponses. Les échanges qui suivent les discours donnent l'occasion de connaître les arguments des dirigeants dans leurs propres mots. Toutes les discussions formelles sont transcrites et consignées dans le document soumis à la SEC, et donc analysées.

Notre analyse suppose également que les actionnaires ou leurs représentants lisent les discours, et que leurs décisions sont liées au contenu du discours. Cependant, la tâche des relationnistes professionnels va souvent au-delà de la rédaction des discours. Les dirigeants sont conscients que les actionnaires ne sont pas de simples auditoires ou lectorats, et que leurs décisions peuvent être déterminantes dans certains cas. C'est pourquoi les entreprises font parfois appel aux relationnistes professionnels pour contacter personnellement les actionnaires. L'étude du rôle des relationnistes publiques dans les F&A constitue une avenue de recherche prometteuse pour tenter de comprendre l'issue et les résultats des F&A.

Notre recherche soulève la question de la pertinence des règlements étendus sur les communications lors des F&A. Nous ne nions pas la nécessité de l'instauration d'une

communication proactive avec les actionnaires visant à favoriser une prise de décision éclairée. C'est à travers ces discours que les investisseurs actuels et potentiels évalueront l'intérêt de la transaction et les bien-fondés des décisions des dirigeants aux fins d'approbation. Cependant, l'intérêt de ces règlements reste limité tant que les actionnaires ne sont pas en mesure de faire le tri et de rechercher les informations les plus pertinentes. Une autre piste de recherche serait d'analyser l'impact de ces règlements sur les activités de F&A.

Ensuite, remarquons que la théorie du portefeuille, après avoir éliminé l'entrepreneur comme tel, par la gestion du risque et la diversification des placements, vient rendre l'intérêt des actionnaires minoritaires grandement inutile. Les « actionnaires » ne voient plus l'entreprise, mais un placement boursier dans un ensemble équilibré. Ainsi, les tentatives pour les « informer » risquent de tomber à court de leur objectif.

Enfin, notons que ce fameux marché, s'il existe, n'a pas besoin des règles de l'État pour que l'information pertinente circule et que l'existence de ces règles révèle surtout que le discours officiel n'a que peu à voir avec les fonctionnements réels.

APPENDICE A

SÉLECTION DES MÉGA-TRANSACTIONS

a1. Répartition des transactions selon leur taille respective

Groupe de F&A	Nombre	Valeur des transactions (Million USD)	
		Valeur totale	Valeur Moyenne
Tiers supérieur	123	2 520 253,38	20 489,86
Tiers médian	1 099	2 519 008,80	2 292,09
Tiers inférieur	18 163	2 517 719,93	138,62
Total	19 385	7 556 982,11	389,84

a2. Description des groupes de transactions

Statistiques descriptives					
Valeur de la transaction					
Groupe	N	Moyenne	Ecart-type	Minimum	Maximum
1,00	123	20489,8649	19347,16544	7513,45	164746,86
2,00	1099	2292,0917	1539,35573	853,88	7463,28
3,00	18163	138,6181	6157,29052	,00	853,87
Total	19385	389,8366	6390,63332	,00	164746,86

a3. Homogénéité des variances

Test d'homogénéité des variances

Valeur de la transaction			
Statistique de Levene	ddl1	ddl2	Signification
245,455	2	19382	,000

Les variances n'étant pas homogènes, les tests d'égalités des moyennes vont être effectués en fonction du test de Welch

a4 – Test de Welch pour l'égalité de moyennes

Tests d'égalité des moyennes entre les 3 groupes de F&A selon leurs valeurs				
Valeur de la transaction				
	Statistique ^a	ddl1	ddl2	Sig.
Welch	606,268	2	315,969	,000
a. Distribution F asymptotique.				

Le test de Welch étant significatif, au moins une des valeurs moyennes des transactions est différente des autres

APPENDICE B

LISTE DES ENTREPRISES ACQUÉREUSES AYANT ÉMIS DES COMMUNICATIONS VOLONTAIRES

Numéro	Entreprise acquéreuse
1	America Online Inc
2	Chase Manhattan Corp, NY
3	Chevron Corp
4	Citigroup Inc
5	El Paso Energy Corp
6	FirstEnergy Corp
7	FPL Group Inc
8	GE
9	Georgia-Pacific Corp
10	i2 Technologies Inc
11	International Paper Co
12	JDS Uniphase Corp
13	New NiSource Inc
14	PepsiCo Inc
15	Transocean Sedco Forex Inc
16	Tribune Co
17	VeriSign Inc
18	Veritas Software Corp
19	Viacom Inc

Numéro	Entreprise acquéreuse
20	AIG
21	Alltel Corp
22	Amgen Inc
23	Dynegy Inc
24	EchoStar Communications Corp
25	First Union Corp,Charlotte,NC
26	Hewlett-Packard Co
27	Johnson & Johnson
28	Phillips Petroleum Co Inc
29	Phillips Petroleum Co Inc
30	SunTrust Banks Inc,Atlanta,GA
31	Pfizer Inc
32	Anthem Inc
33	Bank of America Corp
34	St Paul Cos Inc
35	Comcast Corp
36	Exelon Corp
37	Johnson & Johnson
38	KMart Holding Corp
39	Sprint Nextel Corp
40	Symantec Corp
41	Wachovia Corp,Charlotte,NC
42	Bank of America Corp
43	Boston Scientific Corp
44	ChevronTexaco Corp
45	ConocoPhillips Co
46	Duke Energy Corp
47	Federated Department Stores
48	FPL Group Inc
49	Lincoln National Corp
50	Procter & Gamble Co
51	Qwest Commun Intl Inc
52	SBC Communications Inc
53	Sprint Nextel Corp
54	Verizon Communications Inc
55	AT&T Inc

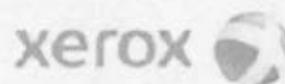
Numéro	Entreprise acquéreuse
56	Bank of New York Co Inc, NY
57	Capital One Financial Corp
58	Chicago Mercantile Exchange
59	CVS Corp
60	Express Scripts Inc
61	Freeport-McMoRan Copper & Gold
62	Regions Financial Corp
63	Thermo Electron Corp
64	US Airways Group Inc
65	Wachovia Corp, Charlotte, NC
66	Walt Disney Co
67	Ingersoll-Rand Co Ltd
68	IntercontinentalExchange Inc
69	National Oilwell Varco Inc
70	Transocean Inc
71	Bank of America Corp
72	CenturyTel Inc
73	Cleveland-Cliffs Inc
74	CME Group Inc
75	Microsoft Corp
76	NRG Energy Inc
77	Wells Fargo & Co
78	Berkshire Hathaway Inc
79	DirecTV Group Inc
80	Exxon Mobil Corp
81	Merck & Co Inc
82	Pfizer Inc
83	Xerox Corp
84	FirstEnergy Corp
85	Schlumberger Ltd
86	AMB Property Corp
87	Duke Energy Corp
88	Ecolab Inc
89	Exelon Corp
90	Express Scripts Inc
91	Johnson & Johnson
92	Kinder Morgan Inc

Numéro	Entreprise acquéreuse
93	IntercontinentalExchange Inc
94	Community Health Systems Inc
95	Liberty Global Inc

APPENDICE C

EXEMPLES DE DISCOURS ÉMIS PAR L'ENTREPRISE ACQUÉREUSE

C.1 Xerox



Ursula M. Burns

Chairman and CEO

January 4, 2010.

Dear Xerox Shareholder: We recently mailed to you a joint proxy statement/prospectus of Xerox and Affiliated Computer Services, Inc. ("ACS") requesting your support of Xerox's planned acquisition of ACS at a special meeting of Xerox shareholders scheduled for February 5, 2010.

Your Board unanimously recommends that you support the acquisition by voting "FOR" the proposals on the enclosed proxy card.

ACS is a \$6.5 billion company and the world's largest diversified business process outsourcing firm, with revenue growth of 6 percent and new business signings of \$1 billion in annual recurring revenue during its fiscal 2009. Through the acquisition of ACS, Xerox gains a growth catalyst that secures a strong, competitive future for our company, and that will deliver increased and sustainable value for our shareholders and customers.

There are many financial and strategic advantages to Xerox acquiring ACS:

- It provides Xerox with immediate scale and leadership in business process outsourcing, a market that is sized at approximately \$150 billion and growing at a rate of 5 percent per year.
- It increases our already strong free cash flow which is expected to exceed \$2 billion a year or more than 8 percent of annual revenue following the close of the acquisition.
- It strengthens our annuity-based business model. Through multi-year service contracts for business process outsourcing and document management, Xerox's recurring revenue will represent 80 percent of total revenue.
- It leverages the power of our brand, technology and our global reach, creating significant opportunities for Xerox to expand ACS' business in markets outside of the U.S.
- It significantly enhances our revenue growth. Through cost and revenue synergies, we expect to increase our operating margin by 1 percent a year through 2012, which will expand earnings by 15 to 20 percent.

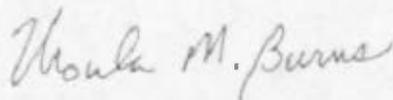
This transformative transaction will allow Xerox to capitalize on rapidly emerging demands in the marketplace. Our customers are increasingly seeking service providers that offer a full range of solutions – from the management of print services to the management of work processes. It is very clear that in a mature hardware technology market, the greatest growth opportunity is in services.

For Xerox, the logical and natural next step to expand our services offerings is in business process outsourcing (“BPO”). As a leader in BPO, ACS provides us with that opportunity and at the same time serves as a strong complement to our existing businesses.

By acquiring ACS, we will be able to extend our participation in vertical markets – such as health care, legal, transportation, and financial services – and become the largest diversified player in the BPO marketplace. In summary, we believe the acquisition of ACS is the single best way to solidify our leadership role in our industry, and the best and fastest way to increase the value of your investment in Xerox.

Xerox's Board of Directors unanimously recommends that Xerox shareholders vote “FOR” each of the proposals today by telephone, over the internet, or by executing and returning the enclosed proxy card or voting instruction card in the post-paid envelope provided. We appreciate your support, and we are confident that Xerox's acquisition of ACS will create sustainable value for our shareholders.

Thank you in advance for voting “FOR” the proposals today.

A handwritten signature in cursive script that reads "Ursula M. Burns".

Sincerely, Ursula M.

C.2 AOL

First let me tell you a little about the AOL -- Time Warner combination about which I am sure you are all curious. We are very excited about this merger which will truly represent a one-of-a-kind 21st Century Internet, media and entertainment company.

The combined company will bring together an array of world-class media and entertainment franchises, the world's premier consumer online brands, and the most advanced electronic delivery systems.

We expect the merger will increase competition in the coming broadband environment -- driving the growth of broadband Internet services more quickly and making them less expensive for consumers. Indeed, combining Time Warner's journalistic heritage with AOL's history as a pioneer of the Internet medium will help maintain America's leadership in a transformed global marketplace.

It will facilitate and encourage global electronic commerce - bringing wealth home and creating more high-paying jobs for Americans. The combined company will retain AOL's core commitment to building a new Internet medium we can all be proud of and will be uniquely positioned to meet the challenges of bridging the digital divide, enhancing educational resources for our children, and encouraging civic discourse among all citizens.

RÉFÉRENCES

- Abrahamson, E. et Park, C. (1994). 'Concealment of negative organizational outcomes: An agency theory perspective'. *Academy of Management Journal*, 37 (5):1302-1334.
- Adams, R.B., Hermalin, B.E. et Weisbach, M.S. (2010). 'The role of boards of directors in corporate governance: A conceptual framework and survey'. *Journal of Economic Literature*, 48 (1):58-107.
- Aerts, W. et Cheng, P. (2011). 'Causal disclosures on earnings and earnings management in an IPO setting'. *Journal of Accounting and Public Policy*, 30 (5):431-459.
- Aerts, W., Cormier, D. et Magnan, M. (2008). 'Corporate environmental disclosure, financial markets and the media: An international perspective'. *Ecological Economics*, 64 (3):643-659.
- Agrawal, A. et Chadha, S. (2005). 'Corporate governance and accounting scandals'. *Journal of Law and Economics*, 48 (2):371-406.
- Agrawal, A., Jaffe, J.F. et Mandelker, G.N. (1992). 'The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly'. *Journal of Finance*, 47 (4):1605-1621.
- Aktas, N., de Bodt, E. et Roll, R. (2009). 'Learning, hubris and corporate serial acquisitions'. *Journal of Corporate Finance*, 15 (5):543-561.
- Al Rahahleh, N. et Wei, P.P. (2012). 'The performance of frequent acquirers: Evidence from emerging markets'. *Global Finance Journal*, 23 (1):16-33.
- Alexandridis, G., Fuller, K.P., Terhaar, L. et Travlos, N.G. (2013). 'Deal size, acquisition premia and shareholder gains'. *Journal of Corporate Finance*, 20 (0):1-13.
- Amblard, M. (2010). *La rationalité : mythes et réalités*. Paris: Harmattan.
- American Bar Association. Section of Antitrust, L. (2005). *Market power handbook competition law and economic foundations*. Chicago, Ill.: ABA Section of Antitrust Law.
- Amihud, Y. et Lev, B. (1981). 'Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers'. *The Bell Journal of Economics*, 12 (2):605-617.

- André, P., Kooli, M. et L'Her, J.F. (2004). 'The long-run performance of mergers and acquisitions: Evidence from the Canadian stock market'. *Financial Management*, 33 (4):27-43.
- Argyres, N.S. et Zenger, T.R. (2012). 'Capabilities, Transaction Costs, and Firm Boundaries'. *Organization Science*, 23 (6):1643-1657.
- Arndt, M. et Bigelow, B. (2000). 'Presenting Structural Innovation in an Institutional Environment: Hospitals' Use of Impression Management'. *Administrative Science Quarterly*, 45 (3):494-522.
- AT&T. (2006). 'AT&T/BELLSOUTH merger, Customer service representatives talk points'. In: En ligne <<http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/732713/000095012306002640/y18291ce425.htm>>, c.l.a. (ed): EDGAR.
- Baginski, S., Hassell, J. et Hillison, W. (2000). 'Voluntary Causal Disclosures: Tendencies and Capital Market Reaction'. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 15 (4):371-389.
- Baginski, S.P., Hassell, J.M. et Kimbrough, M.D. (2004). 'Why Do Managers Explain Their Earnings Forecasts?'. *Journal of Accounting Research*, 42 (1):1-29.
- Bange, M.M. et Mazzeo, M.A. (2004). 'Board Composition, Board Effectiveness, and the Observed Form of Takeover Bids'. *The Review of Financial Studies*, 17 (4):1185-1215.
- Barber, B.M. et Lyon, J.D. (1997). 'Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics'. *Journal of Financial Economics*, 43 (3):341-372.
- Barber, B.M., Palmer, D. et Wallace, J. (1995). 'Determinants of conglomerate and predatory acquisitions: evidence from the 1960s'. *Journal of Corporate Finance*, 1 (3-4):283-318.
- Bardin, L. (1996). *L'analyse de contenu*. Paris: Presses universitaires de France.
- Beattie, V. (2014). 'Accounting narratives and the narrative turn in accounting research: Issues, theory, methodology, methods and a research framework'. *The British Accounting Review*, 46 (2):111-134.
- Beattie, V. et Jones, M.J. (2000). 'Impression management: the case of inter-country financial graphs'. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 9 (2):159-183.
- Beattie, V. et Thomson, S.J. (2007). 'Lifting the lid on the use of content analysis to investigate intellectual capital disclosures'. *Accounting Forum*, 31 (2):129-163.
- Berelson, B. (1952). *Content analysis in communication research*. New York, NY, US: Free Press.

- Berkovitch, E. et Narayanan, M.P. (1993). 'Motives for Takeovers: An Empirical Investigation'. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 28 (3):347-362.
- Berle, A.A. et Means, G.C. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*: Transaction Publishers.
- Bernile, G., Lyandres, E. et Zhdanov, A. (2012). 'A theory of strategic mergers'. *Review of Finance*, 16 (2):517-575.
- Bhagat, S. et Bolton, B. (2008). 'Corporate governance and firm performance'. *Journal of Corporate Finance*, 14 (3):257-273.
- Billett, M.T. et Qian, Y. (2008). 'Are Overconfident CEOs Born or Made? Evidence of Self-Attribution Bias from Frequent Acquirers'. *Management Science*, 54 (6):1037-1051.
- Bodolica, V. et Spraggon, M. (2009a). 'The implementation of special attributes of CEO compensation contracts around M&A transactions'. *Strategic Management Journal*, 30 (9):985-1011.
- Bodolica, V. et Spraggon, M. (2009b). 'Merger and Acquisition Transactions and Executive Compensation: A Review of the Empirical Evidence'. *Academy of Management Annals*, 3 (1):109-181.
- Bradley, M., Desai, A. et Kim, E.H. (1988). 'Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms'. *Journal of Financial Economics*, 21 (1):3-40.
- Brennan, N.M. et Conroy, J.P. (2013). 'Executive hubris: the case of a bank CEO'. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 26 (2):172-195.
- Brennan, N.M., Daly, C.A. et Harrington, C.S. (2010). 'Rhetoric, argument and impression management in hostile takeover defence documents'. *The British Accounting Review*, 42 (4):253-268.
- Brennan, N.M., Guillamon-Saorin, E. et Pierce, A. (2009). 'Methodological Insights'. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 22 (5):789-832.
- Brennan, N.M. et Merkl-Davies, D.M. (2014). 'Rhetoric and argument in social and environmental reporting: the Dirty Laundry case'. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 27 (4):602-633.
- Breton, G. et Taffler, R.J. (2001). 'Accounting information and analyst stock recommendation decisions: a content analysis approach'. *Accounting & Business Research: Croner.CCH Group Limited*, 91-101.
- Cai, J. et Vijh, A.M. (2007). 'Incentive Effects of Stock and Option Holdings of Target and Acquirer CEOs'. *The Journal of Finance*, 62 (4):1891-1933.
- Cai, Y. et Sevilir, M. (2012). 'Board connections and M&A transactions'. *Journal of Financial Economics*, 103 (2):327-349.

- Carline, N.F., Linn, S.C. et Yadav, P.K. (2009). 'Operating performance changes associated with corporate mergers and the role of corporate governance'. *Journal of Banking & Finance*, 33 (10):1829-1841.
- Cefis, E. et Marsili, O. (2012). 'Going, going, gone. Exit forms and the innovative capabilities of firms'. *Research Policy*, 41 (5):795-807.
- Cho, C.H., Michelon, G. et Patten, D.M. (2012). 'Impression Management in Sustainability Reports: An Empirical Investigation of the Use of Graphs'. *Accounting and the Public Interest*, 12 (1):16-37.
- Church, K.W. et Hanks, P. (1990). 'Word association norms, mutual information, and lexicography'. *Computational linguistics*, 16 (1):22-29.
- Clatworthy, M. et Jones, M.J. (2003). 'Financial reporting of good news and bad news: evidence from accounting narratives'. *Accounting & Business Research: Croner.CCH Group Limited*, 171-185.
- Clatworthy, M.A. et Jones, M.J. (2006). 'Differential patterns of textual characteristics and company performance in the chairman's statement'. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 19 (4):493-511.
- Claxton, G., Owen, D. et Sadler-Smith, E. (2013). 'Hubris in leadership: A peril of unbridled intuition?'. *Leadership*.
- Coase, R.H. (1937). 'The Nature of the Firm'. *Economica*, 4 (16):386-405.
- Coff, R.W. (1999). 'How Buyers Cope with Uncertainty when Acquiring Firms in Knowledge-Intensive Industries: Caveat Emptor'. *Organization Science*, 10 (2):144-161.
- Collins, J.C. (2009). *How the mighty fall : and why some companies never give in*. New York: Jim Collins : Distributed in the U.S. and Canada exclusively by HarperCollins Publishers.
- Connolly-Ahern, C. et Broadway, S.C. (2007). 'The importance of appearing competent: An analysis of corporate impression management strategies on the World Wide Web'. *Public Relations Review*, 33 (3):343-345.
- Cording, M., Christmann, P. et Weigelt, C. (2010). 'Measuring theoretically complex constructs: the case of acquisition performance'. *Strategic Organization*, 8 (1):11-41.
- Coriat, B. et Weinstein, O. (1995). *Les Nouvelles théories de l'entreprise*. Paris: Librairie Générale Française.
- Craig, R. et Amernic, J. (2011). 'Detecting Linguistic Traces of Destructive Narcissism At-a-Distance in a CEO's Letter to Shareholders'. *Journal of Business Ethics*, 101 (4):563-575.
- Davison, J. (2008). 'Rhetoric, repetition, reporting and the "dot.com" era: Words, pictures, intangibles'. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 21 (6):791-826.

- Demers, C., Giroux, N. et Chreim, S. (2003). 'Merger and acquisition announcements as corporate wedding narratives'. *Journal of Organizational Change Management*, 16 (2):223-242.
- Demsetz, H. (1997). *The Economics of the Business Firm: Seven Critical Commentaries*: Cambridge University Press.
- DePamphilis, D.M. (2010). *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities : an integrated approach to process, tools, cases, and solutions*. Burlington, MA: Academic Press.
- Diamond, D.W. (1985). 'Optimal Release of Information By Firms'. *The Journal of Finance*, 40 (4):1071-1094.
- Diamond, D.W. et Verrecchia, R.E. (1991). 'Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital'. *The Journal of Finance*, 46 (4):1325-1359.
- Dieguez, S. (2009). 'Le syndrome d'Hubris, la maladie du pouvoir'. *Cerveau & Psycho*, 34:24-30.
- Dosi, G., Teece, D. et Winter, S. (1990). 'Les frontières des entreprises : vers une théorie de la cohérence de la grande entreprise'. *Revue d'économie industrielle*, 51 (1er trimestre):238-254.
- Doukas, J.A. et Petmezas, D. (2007). 'Acquisitions, Overconfident Managers and Self-attribution Bias'. *European Financial Management*, 13 (3):531-531.
- Duchin, R. et Schmidt, B. (2013). 'Riding the merger wave: Uncertainty, reduced monitoring, and bad acquisitions'. *Journal of Financial Economics*, 107 (1):69-88.
- Dutordoir, M., Roosenboom, P. et Vasconcelos, M. (2014). 'Synergy disclosures in mergers and acquisitions'. *International Review of Financial Analysis*, 31 (0):88-100.
- Dutta, S. et Jog, V. (2009). 'The long-term performance of acquiring firms: A re-examination of an anomaly'. *Journal of Banking and Finance*, 33 (8):1400-1412.
- Eckbo, B.E. (1983). 'Horizontal mergers, collusion, and stockholder wealth'. *Journal of Financial Economics*, 11 (1-4):241-273.
- Ekman, P. (2010). *Je sais que vous mentez !: L'art de détecter ceux qui vous trompent*: Michel Lafon.
- Elliott, W.B. (2006). 'Are Investors Influenced by Pro Forma Emphasis and Reconciliations in Earnings Announcements?'. *The Accounting Review*, 81 (1):113-133.
- Ellis, A.P.J., West, B.J., Ryan, A.M. et DeShon, R.P. (2002). 'The use of impression management tactics in structured interviews: A function of question type?'. *Journal of Applied Psychology*, 87 (6):1200-1208.

- Fama, E.F., Fisher, L., Jensen, M.C. et Roll, R. (1969). 'The Adjustment of Stock Prices to New Information'. *International Economic Review*, 10 (1):1-21.
- Fama, E.F. et Jensen, M.C. (1983). 'Separation of Ownership and Control'. *Journal of Law and Economics*, 26 (2):301-325.
- Floris, M., Grant, D. et Cutcher, L. (2013). 'Mining the Discourse: Strategizing During BHP Billiton's Attempted Acquisition of Rio Tinto'. *Journal of Management Studies*, 50 (7):1185-1215.
- Gaggiotti, H. (2012). 'The rhetoric of synergy in a global corporation Visual and oral narratives of mimesis and similarity'. *Journal of Organizational Change Management*, 25 (2):265-282.
- Gao, H. (2010). 'Market Misvaluation, Managerial Horizon, and Acquisitions'. *Financial Management*, 39 (2):833-850.
- García Osma, B. et Guillamón-Saorín, E. (2011). 'Corporate governance and impression management in annual results press releases'. *Accounting, Organizations and Society*, 36 (4-5):187-208.
- Gaughan, P.A. (2010). *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. New Jersey: John Wiley & Sons.
- Gerbic, P. et Stacey, E. (2005). 'A purposive approach to content analysis: Designing analytical frameworks'. *The Internet and Higher Education*, 8 (1):45-59.
- Ghosh, A. (2001). 'Does operating performance really improve following corporate acquisitions?'. *Journal of Corporate Finance*, 7 (2):151-178.
- Girma, S., Thompson, S. et Wright, P.W. (2006). 'The Impact of Merger Activity on Executive Pay in the United Kingdom'. *Economica*, 73 (290):321-339.
- Godfrey, J., Mather, P. et Ramsay, A. (2003). 'Earnings and Impression Management in Financial Reports: The Case of CEO Changes'. *Abacus*, 39 (1):95-123.
- Gomez, P.Y. et Korine, H. (2009). *L'entreprise dans la démocratie: Une théorie politique du gouvernement des entreprises: De Boeck Supérieur*.
- Gorton, G., Kahl, M. et Rosen, R.J. (2009). 'Eat or Be Eaten: A Theory of Mergers and Firm Size'. *The Journal of Finance*, 64 (3):1291-1344.
- Graebner, M.E. (2004). 'Momentum and Serendipity: How Acquired Leaders Create Value in the Integration of Technology Firms'. *Strategic Management Journal*, 25 (8/9):751-777.
- Grinstein, Y. et Hribar, P. (2004). 'CEO compensation and incentives: Evidence from M&A bonuses'. *Journal of Financial Economics*, 73 (1):119-143.
- Guest, P.M. (2009). 'The Impact of Mergers and Acquisitions on Executive Pay in the United Kingdom'. *Economica*, 76 (301):149-175.
- Guest, P.M., Bud, M. et Runsten, M. (2010). 'The effect of takeovers on the fundamental value of acquirers'. *Accounting & Business Research*, 40 (4):333-352.

- Guillamon-Saorin, E., Osma, B.G. et Jones, M.J. (2012). 'Opportunistic disclosure in press release headlines'. *Accounting and Business Research*, 42 (2):143-168.
- Gujarati, D.N. (2004). *Économétrie*. Bruxelles: De Boeck.
- Habib, M.A. et Mella-Barral, P. (2013). 'Skills, core capabilities, and the choice between merging, allying, and trading assets'. *Journal of Mathematical Economics*, 49 (1):31-48.
- Haleblian, J., Devers, C.E., McNamara, G., Carpenter, M.A. et Davison, R.B. (2009). 'Taking Stock of What We Know About Mergers and Acquisitions: A Review and Research Agenda'. *Journal of Management*, 35 (3):469-502.
- Hales, J. (2007). 'Directional Preferences, Information Processing, and Investors' Forecasts of Earnings'. *Journal of Accounting Research*, 45 (3):607-628.
- Harford, J. (2003). 'Takeover bids and target directors' incentives: the impact of a bid on directors' wealth and board seats'. *Journal of Financial Economics*, 69 (1):51-83.
- Harford, J. (2005). 'What drives merger waves?'. *Journal of Financial Economics*, 77 (3):529-560.
- Harford, J., Humphery-Jenner, M. et Powell, R. (2012). 'The sources of value destruction in acquisitions by entrenched managers'. *Journal of Financial Economics*, 106 (2):247-261.
- Hayward, M. (2007). *Ego check : why executive hubris is wrecking companies and careers and how to avoid the trap*. Chicago: Kaplan Pub.
- Hayward, M.L.A. et Hambrick, D.C. (1997). 'Explaining the Premiums Paid for Large Acquisitions: Evidence of CEO Hubris'. *Administrative Science Quarterly*, 42 (1):103-127.
- Hayward, M.L.A., Shepherd, D.A. et Griffin, D. (2006). 'A Hubris Theory of Entrepreneurship'. *Management Science*, 52 (2):160-172.
- Healy, P.M., Palepu, K.G. et Ruback, R.S. (1992). 'Does corporate performance improve after mergers?'. *Journal of Financial Economics*, 31 (2):135-175.
- Hennart, J.-F. et Reddy, S. (1997). 'The choice between merger/acquisitions and joint ventures : the case of japanese investors in the United States'. *Strategic Management Journal*, 18 (1):1-12.
- Hillman, A.J. et Dalziel, T. (2003). 'Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives'. *The Academy of Management Review*, 28 (3):383-396.
- Hillman, A.J., Withers, M.C. et Collins, B.J. (2009). 'Resource Dependence Theory: A Review'. *Journal of Management*, 35 (6):1404-1427.

- Hooghiemstra, R. (2010). 'Letters to the shareholders: A content analysis comparison of letters written by CEOs in the United States and Japan'. *The International Journal of Accounting*, 45 (3):275-300.
- Hosmer, D.W., Lemeshow, S. et Sturdivant, R.X. (2013). *Applied Logistic Regression*: Wiley.
- Iatridis, G.E. (2013). 'Environmental disclosure quality: Evidence on environmental performance, corporate governance and value relevance'. *Emerging Markets Review*, 14 (0):55-75.
- Ismail, A. (2011). 'Does the Management's Forecast of Merger Synergies Explain the Premium Paid, the Method of Payment, and Merger Motives?'. *Financial Management (Wiley-Blackwell)*, 40 (4):879-910.
- Jensen, M.C. (1986). 'Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers'. *The American Economic Review*, 76 (2):323-329.
- Jensen, M.C. (1988). 'Takeovers: Their Causes and Consequences'. *The Journal of Economic Perspectives*, 2 (1):21-48.
- Jensen, M.C. (1993). 'The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems'. *The Journal of Finance*, 48 (3):831-880.
- Jensen, M.C. (2002). 'Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function'. *Business Ethics Quarterly*, 12 (2):235-256.
- Jensen, M.C. et Meckling, W.H. (1976). 'Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure'. *Journal of Financial Economics*, 3 (4):305-360.
- Jones, M.J. (2011). 'The nature, use and impression management of graphs in social and environmental accounting'. *Accounting Forum*, 35 (2):75-89.
- Kim, O. et Verrecchia, R.E. (1994). 'Market liquidity and volume around earnings announcements'. *Journal of Accounting and Economics*, 17 (1-2):41-67.
- Knight, F.H. (1921). 'Risk, uncertainty and profit'. Reprint, New York Cosimo Classics, 2005.
- Kothari, S.P., Li, X. et Short, J.E. (2009). 'The Effect of Disclosures by Management, Analysts, and Business Press on Cost of Capital, Return Volatility, and Analyst Forecasts: A Study Using Content Analysis'. *The Accounting Review*, 84 (5):1639-1670.
- KPMG. (1999). 'Unlocking Shareholders Value'. *Mergers and Acquisitions: Global Research Report 1999 USA*, 22.
- Krause, R., Semadeni, M. et Cannella, A.A. (2013). 'External coo/presidents as expert directors: A new look at the service role of boards'. *Strategic Management Journal*.
- Krippendorff, K. (2005). *Content analysis : an introduction to its methodology*. Thousand Oaks; London; New Delhi: Sage.

- Krishnakumar, D. et Sethi, M. (2012). 'Methodologies used to determine mergers and acquisitions' performance'. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 16 (3):75-92.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. et Vishny, R. (2000). 'Investor protection and corporate governance'. *Journal of Financial Economics*, 58 (1-2):3-27.
- Laksmana, I., Tietz, W. et Yang, Y.-W. (2012). 'Compensation discussion and analysis (CD&A): Readability and management obfuscation'. *Journal of Accounting and Public Policy*, 31 (2):185-203.
- Lambert, R., Leuz, C. et Verrecchia, R.E. (2007). 'Accounting Information, Disclosure, and the Cost of Capital'. *Journal of Accounting Research*, 45 (2):385-420.
- Leary, M.R. et Kowalski, R.M. (1990). 'Impression management: A literature review and two-component model'. *Psychological Bulletin*, 107 (1):34-47.
- Lee, C.-F. et Lee, A.C.L. (2006). *Encyclopedia of finance*. New York: Springer Science.
- Leonardi, P.M. et Jackson, M.H. (2004). 'Technological determinism and discursive closure in organizational mergers'. *Journal of Organizational Change Management*, 17 (6):615-631.
- Loughran, T. et Vijh, A.M. (1997). 'Do Long-Term Shareholders Benefit From Corporate Acquisitions?'. *The Journal of Finance*, 52 (5):1765-1790.
- M&A Leadership Council. (2011). 'Missings Links'. US, 15.
- Mace, M.L.G. (1986). *Directors, myth and reality*: Harvard Business School Press.
- Magee, S. (2012). 'The effect of foreign currency hedging on the probability of financial distress'. *Accounting & Finance*:no-no.
- Maines, L.A. et McDaniel, L.S. (2000). 'Effects of Comprehensive-Income Characteristics on Nonprofessional Investors' Judgments: The Role of Financial-Statement Presentation Format'. *The Accounting Review*, 75 (2):179-207.
- Malina, M.A. et Selto, F.H. (2001). 'Communicating and Controlling Strategy: An Empirical Study of the Effectiveness of the Balanced Scorecard'. *Journal of Management Accounting Research*, 13 (1):47-90.
- Malmendier, U. et Tate, G. (2008). 'Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction'. *Journal of Financial Economics*, 89 (1):20-43.
- Manetti, G. et Toccafondi, S. (2012). 'The Role of Stakeholders in Sustainability Reporting Assurance'. *Journal of Business Ethics*, 107 (3):363-377.
- Manning, J. (2014). 'Construction of values in online and offline dating discourses: Comparing presentational and articulated rhetorics of relationship seeking'. *Journal of Computer-Mediated Communication*, 19 (3):309-324.

- Markham, J.W. (1955). 'Survey of evidence and findings on mergers'. Business Concentration and Price Policy. Princeton, New Jersey: Princeton University Press.
- Martynova, M. et Renneboog, L. (2011). 'The Performance of the European Market for Corporate Control: Evidence from the Fifth Takeover Wave'. *European Financial Management*, 17 (2):208-259.
- Mayrhofer, U. (2004). 'The influence of national origin and uncertainty on the choice between cooperation and merger-acquisition: an analysis of French and German firms'. *International Business Review*, 13 (1):83-99.
- McCornack, S. (1992). 'Information manipulation theory'. *Communication Monographs*, 59 (1):1-16.
- McCornack, S. (2008). *Information Manipulation Theory: Explaining How Deception Occurs. Engaging Theories in Interpersonal Communication: Multiple Perspectives*. SAGE Publications, Inc. Thousand Oaks, CA: SAGE Publications, Inc.
- McEachern, W.A. (2011). *Economics: A Contemporary Introduction: South-Western Cengage Learning*.
- Menard, S. (2010). *Logistic Regression: From Introductory to Advanced Concepts and Applications: SAGE Publications*.
- Merkel-Davies, D.M. et Brennan, N.M. (2007). 'Discretionary Disclosure Strategies in Corporate Narratives: Incremental Information or Impression Management?'. *Journal of Accounting Literature*, 26:116-194.
- Merkel-Davies, D.M. et Brennan, N.M. (2011). 'A conceptual framework of impression management: new insights from psychology, sociology and critical perspectives'. *Accounting and Business Research*, 41 (5):415-437.
- Merkel-Davies, D.M., Brennan, N.M. et McLeay, S.J. (2011). 'Impression management and retrospective sense-making in corporate narratives'. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 24 (3):315-344.
- Metz, T.V. (2009). *Selling the intangible company : how to negotiate and capture the value of a growth firm*. Hoboken, N.J.: Wiley.
- Miles, M.B. et Huberman, A.M. (2003). *Analyse des données qualitatives (2ème ed.)*. Paris: De Boeck.
- Mitchell, Mark L. et Stafford, E. (2000). 'Managerial Decisions and Long-Term Stock Price Performance'. *The Journal of Business*, 73 (3):287-329.
- Moseñe, J.A., Burritt, R.L., Sanagustin, M.V., Moneva, J.M. et Tingey-Holyoak, J. (2013). 'Environmental reporting in the Spanish wind energy sector: an institutional view'. *Journal of Cleaner Production*, 40 (0):199-211.
- Nelson, R.R. et Winter, S.G. (1982). *An evolutionary theory of economic change*. Cambridge, Mass.: Belknap Press of Harvard University Press.

- Neu, D. (1991). 'Trust, impression management and the public accounting profession'. *Critical Perspectives on Accounting*, 2 (3):295-313.
- Nickerson, J.A. et Zenger, T.R. (2008). 'Envy, comparison costs, and the economic theory of the firm'. *Strategic Management Journal*, 29 (13):1429-1449.
- Oler, D.K., Harrison, J.S. et Allen, M.R. (2008). 'The danger of misinterpreting short-window event study findings in strategic management research: an empirical illustration using horizontal acquisitions'. *Strategic Organization*, 6 (2):151-184.
- Organisation de Coopération et de Développement Économiques (OCDE). (2004). 'Principles of corporate governance.'. Paris: OECD.
- Owen, D. et Davidson, J. (2009). 'Hubris syndrome: An acquired personality disorder? A study of US Presidents and UK Prime Ministers over the last 100 years'. *Brain*, 132 (5):1396-1406.
- Papadakis, V.M. et Thanos, I.C. (2010). 'Measuring the Performance of Acquisitions: An Empirical Investigation Using Multiple Criteria'. *British Journal of Management*, 21 (4):859-873.
- Parrino, J.D. et Harris, R.S. (1999). 'Takeovers, management replacement, and post-acquisition operating performance: some evidence from the 1980s'. *Journal of Applied Corporate Finance*, 11 (4):88-96.
- Penrose, E.T. (1952). 'Biological Analogies in the Theory of the Firm'. *The American Economic Review*, 42 (5):804-819.
- Penrose, E.T. (1959). *The theory of the growth of the firm*: Blackwell.
- Pfeffer, J. et Salancik, G.R. (1978). *The external control of organizations: a resource dependence perspective*
- Pfeffer, J. et Salancik, G.R. (2003). *The external control of organizations : a resource dependence perspective*. Stanford, Calif.: Stanford Business Books.
- Piketty, T. (2013). *Le Capital au XXIe siècle*: Seuil.
- Prakash, P. et Rappaport, A. (1977). 'Information inductance and its significance for accounting'. *Accounting, Organizations and Society*, 2 (1):29-38.
- Rau, R.P. et Vermaelen, T. (1998). 'Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring firms'. *Journal of Financial Economics*, 49 (2):223-253.
- Recchia, G. et Jones, M.N. (2009). 'More data trumps smarter algorithms: Comparing pointwise mutual information with latent semantic analysis'. *Behavior Research Methods*, 41 (3):647-656.
- Roll, R. (1986). 'The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers'. *The Journal of Business*, 59 (2):197-216.
- Sá, J.P.M.d. (2007). *Applied statistics : using SPSS, Statistica, MATLAB, and R*. Berlin; New York: Springer.

- Scheibel Halaska & Mertz Associates. (2015). '6 Best Practices For Merger And Acquisition Communications'.
- Schleicher, T. (2012). 'When is good news really good news?'. *Accounting and Business Research*, 42 (5):547-573.
- Schoenberg, R. (2006). 'Measuring the Performance of Corporate Acquisitions: An Empirical Comparison of Alternative Metrics*'. *British Journal of Management*, 17 (4):361-370.
- SDC. (2011). Available Data items for the following Database Selection.
- Sears, J. et Hoetker, G. (2014). 'Technological overlap, technological capabilities, and resource recombination in technological acquisitions'. *Strategic Management Journal*, 35 (1):48-67.
- Securities Exchange Commission (SEC). (1999). 'Final Rule: Regulation of Takeovers and Security Holder Communications'. En Ligne <<http://www.sec.gov/rules/final/33-7760.htm>>, consulté le 01 avril 2011.
- Seth, A., Song, K.P. et Richardson, P. (2000). 'Synergy, Managerialism or Hubris? An Empirical Examination of Motives for Foreign Acquisitions of U.S. Firms'. *Journal of International Business Studies*, 31 (3):387-405.
- Shenoy, J. (2012). 'An examination of the efficiency, foreclosure, and collusion rationales for vertical takeovers'. *Management Science*, 58 (8):1482-1501.
- Shim, J. (2011). 'Efficiency Changes Around Mergers in the U.S. Property-Liability Insurance Industry: A Data Envelopment Analysis'. *Journal of Business & Economic Studies*, 17 (2):77-96.
- Shleifer, A. et Vishny, R.W. (1997). 'A Survey of Corporate Governance'. *The Journal of Finance*, 52 (2):737-783.
- Short, J.C. et Palmer, T.B. (2007). 'The Application of DICTION to Content Analysis Research in Strategic Management'. *Organizational Research Methods*.
- Simon, H.A. (1976). 'From substantive to procedural rationality'. In: Spiro, J.L. (ed). *Method and Appraisal in Economics*: Cambridge University Press, 129-148.
- Simon, H.A. (2000). 'Bounded rationality in social science: Today and tomorrow'. *Mind & Society*, 1 (1):25-39.
- Smith, A. (1776). *Recherche sur la nature et les causes de la richesse des nations*: Digitalized by Google.
- Smith, M. et Taffler, R.J. (2000). 'The chairman's statement - A content analysis of discretionary narrative disclosures'. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 13 (5):624-647.
- Snyder, M. (1974). 'Self-monitoring of expressive behavior'. *Journal of Personality and Social Psychology*, 30 (4):526-537.

- Stolowy, H. et Breton, G. (2004). 'Accounts Manipulation: A Literature Review and Proposed Conceptual Framework'. *Review of Accounting and Finance*, 3 (1):5-92.
- Su, Q., Xiang, K., Wang, H., Sun, B. et Yu, S. (2006). 'Using pointwise mutual information to identify implicit features in customer reviews'. *Computer Processing of Oriental Languages. Beyond the Orient: The Research Challenges Ahead: Springer*, 22-30.
- Tabachnick, B.G. et Fidell, L.S. (2013). *Using Multivariate Statistics: Pearson Education*.
- Tarling, R. (2008). *Statistical Modelling for Social Researchers: Principles and Practice: Taylor & Francis*.
- Turney, P.D. (2001). 'Mining the Web for Synonyms: PMI-IR versus LSA on TOEFL'. *Lecture notes in computer science*. (2167):491-502.
- Vaara, E. et Tienari, J. (2011). 'On the Narrative Construction of Multinational Corporations: An Antenarrative Analysis of Legitimation and Resistance in a Cross-Border Merger'. *Organization Science*, 22 (2):370-390.
- Villalonga, B. et McGahan, A.M. (2005). 'The choice among acquisitions, alliances, and divestitures'. *Strategic Management Journal*, 26 (13):1183-1208.
- Ward, R.D. (2003). 'Saving the corporate board why boards fail and how to fix them'.
- Westphal, J.D. et Zajac, E.J. (2013). 'A Behavioral Theory of Corporate Governance: Explicating the Mechanisms of Socially Situated and Socially Constituted Agency'. *The Academy of Management Annals*, 7 (1):607-661.
- Williamson, O.E. (1971). 'The Vertical Integration of Production: Market Failure Considerations'. *The American Economic Review*, 61 (2):112-123.
- Williamson, O.E. (1975). *Markets and hierarchies: analysis and antitrust implications : a study in the economics of internal organization*. New York, NY: The Free Press.
- Williamson, O.E. (1985). *The economic institutions of capitalism : firms, market, relational contracting*. New York: Free Press.
- Williamson, O.E. (1989). 'Chapter 3 Transaction cost economics'. In: Richard, S. et Robert, W. (eds). *Handbook of Industrial Organization: Elsevier*, 135-182.
- Williamson, O.E. (1996). *The mechanism of governance*. New York: Oxford University Press.
- Windsor, D. (2009). 'Tightening corporate governance'. *Journal of International Management*, 15 (3):306-316.
- Withers, M.C., Hillman, A.J. et Cannella, A.A. (2012). 'A Multidisciplinary Review of the Director Selection Literature'. *Journal of Management*, 38 (1):243-277.

- Younglai, R. (2013). 'Exclusive interview: Peter Munk on 'hubris,' 'stupidity' and the future of Barrick Gold'. *Globe and Mail*, <http://www.theglobeandmail.com/report-on-business/industry-news/energy-and-resources/exclusive-interview-peter-munk-on-hubris-stupidity-and-the-future-of-barrick-gold/article15769699/?page=all> (consulté le 27 novembre 2015).
- Zollo, M. et Singh, H. (2004). 'Deliberate learning in corporate acquisitions: post-acquisition strategies and integration capability in U.S. bank mergers'. *Strategic Management Journal*, 25 (13):1233-1256.