

FACULTÉ DES ARTS ET SCIENCES
DÉPARTEMENT DES SCIENCES ÉCONOMIQUES
UNIVERSITÉ DE MONTRÉAL

LA PROFITABILITÉ DES FUSIONS
ET ACQUISITIONS
DANS LE CONTEXTE DU CYCLE
DE VIE DE L'ENTREPRISE

TRAVAIL DE RECHERCHE
Maîtrise en sciences économiques

DIRECTEUR
M. Abraham Hollander

ÉTUDIANT
R. JACQUES BUREAU

Mai 1992
Montréal

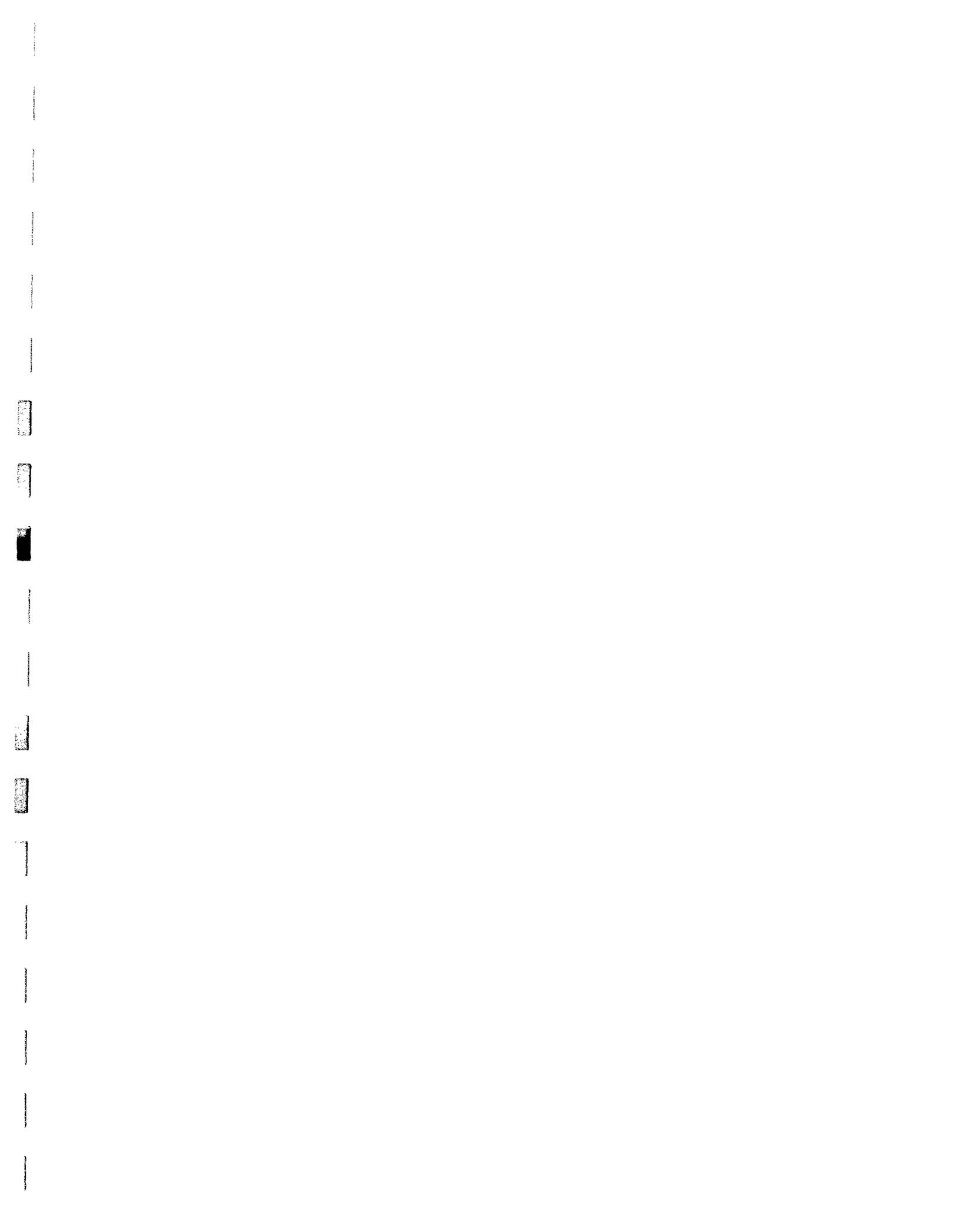


TABLE DES MATIÈRES

	<u>PAGE</u>
1. INTRODUCTION	3
2. LES PRISES DE CONTRÔLE ET CYCLE DE VIE DE LA FIRME	5
2.1 Survol Littéraire	
2.1.1 Définitions	5
2.1.2 Causes des fusions et acquisitions	11
2.1.3 Conséquences des fusions et acquisitions	15
2.2 Prise de contrôle et cycle de vie de la firme	
2.2.1 Le modèle structurel de décision	25
2.2.2 Le modèle du cycle de vie de la firme	28
2.2.3 L'hypothèse du cycle de vie de la firme	29
2.2.4 Les stades et l'impact d'une acquisition	30
2.2.5 Échantillon d'acquéreurs	33
2.2.6 Les ratios	34
2.2.7 Analyse de grappes	35
2.2.8 Performance de acquéreurs	36
2.2.9 Résultats empiriques	39
2.3 Profitabilité des fusions et cycle de vie de la firme: gains et ratios	41
3. CONCLUSION	58
 ANNEXES	
 RÉFÉRENCES	
 BIBLIOGRAPHIE	

1. INTRODUCTION

Afin de croître, les entreprises peuvent faire de l'investissement interne ou externe. L'acquisition d'une autre firme est un type d'investissement externe. On catégorise, généralement, les notions sur les prises de contrôle corporatives sous deux approches dominantes. Premièrement, la théorie néo-classique de la firme où les acquisitions sont justifiées par l'existence d'inefficacités dans la firme et créent ainsi de la valeur additionnelle une fois ces dernières corrigées pour les l'entreprises fusionnées (et leurs actionnaires). Deuxièmement, la théorie managériale de la firme qui soutient que l'objectif de maximisation du bien-être du bureau de direction prime plutôt que celui des actionnaires. Ces derniers étant peu enclin à s'embarquer dans un processus risqué de fusion craignant pour leur bien-être, c'est-à-dire la valeur des titres qu'ils possèdent.

** L'auteur de ce travail de recherche tient à remercier l'Université Laval, l'École des Hautes Études Commerciales, ainsi que M. Jacques Brouillard (H.E.C.) pour leur collaboration, notamment au niveau de la fourniture des rendements boursiers de sociétés cotées à la Bourse de Toronto de mon échantillon.

La problématique qu'on a maintes fois tenté de cerner dans la littérature empirique sur les prises de contrôle était de déterminer leur profitabilité et plus spécifiquement qui bénéficiait des avantages d'un tel transfert de pouvoirs. Les hypothèses qui ont été retenues ici sont celles d'une acquisition qui maximise le bien-être des gestionnaires ou des actionnaires des firmes impliquées dans la transaction. Il sera question dans ce travail de prouver l'hypothèse de maximisation du bien-être des actionnaires par rapport au bien-être des gestionnaires, mais dans le contexte du cycle de vie de l'entreprise de la théorie de la firme.

En effet, l'hypothèse qui sera vérifiée est celle voulant que les stades caractérisant le cycle de vie de la firme aient des répercussions sur la profitabilité de l'acquéreur, c'est-à-dire le bien-être de ses actionnaires. En somme, nous tenterons de prouver empiriquement qu'une prise de contrôle peut affecter la valeur d'un titre boursier de diverses façons selon le stade du cycle de vie dans lequel se trouve la firme.

Ce travail de recherche se subdivise en trois grandes sections. La première (2.1) mettra en évidence les résultats théoriques et empiriques sur la profitabilité des prises de contrôle au moyen survol de la littérature. Deuxièmement (2.2), il sera question de résumer la méthodologie et les résultats d'un ouvrage de PAPAILLIADIS (1991) qui démontre tant théoriquement qu'empiriquement que l'impact d'une prise de contrôle sur la profitabilité d'une entreprise est affectée par la théorie du cycle de vie de la firme. Dans la troisième section (2.3), nous tenterons de vérifier empiriquement les conclusions de

PAPAILLIADIS quant aux différences de profitabilité des acquisitions selon les stades du cycle de vie de la firme.

2. LES PRISES DE CONTRÔLE ET CYCLE DE VIE DE LA FIRME

2.1 SURVOL DE LA LITTÉRATURE

MUELLER (1980) a déjà écrit qu'aucun autre sujet en organisation industrielle n'était aussi controversé que le phénomène des fusions et acquisitions d'entreprises, tant du point de vue de leurs causes que de leurs conséquences économiques et non-économiques¹. Dans le survol de la littérature qui suit, l'objectif est de circonscrire dans ses grandes lignes ce phénomène.

2.1.1 DÉFINITIONS

Avant de commencer le survol de la littérature, une description de la nomenclature propre aux prises de contrôle corporatives doit être faite afin de situer clairement ce sujet dans son environnement.

Plusieurs types distincts de prises de contrôle corporatives peuvent survenir dans le marché. Les acquisitions n'en sont qu'une forme qui donnent notamment aux acheteurs les droits de déterminer la composition du bureau de direction des entités corporatives acquises². Une première distinction parmi les types de prises de contrôle se fait en identifiant l'instigateur de l'événement, puis il est possible de les

catégoriser de façon plus précise selon la technique employée pour réaliser la transaction. L'arbre qui suit décrit dans son ensemble les diverses possibilités de ce phénomène selon les deux types de distinctions³:

<u>Événement</u>	<u>Instigateur</u>	<u>Stratagème</u>
		-Fusion ou consolidation
	-Acquisition	-----Acquisition des titres
Prise de contrôle	----Contestation par procuration	-Acquisition des avoirs
	-Privatisation	

Une acquisition au sens technique du terme signifie que l'acquéreur a acheté directement les avoirs tangibles de la firme cible, ou bien que la transaction s'est réalisée indirectement par l'achat de titres boursiers de cette même société⁴. Les deux firmes impliquées continuent toujours d'exister sous leur nom respectif après la transaction.

Une fusion se réalise lorsqu'une firme en acquiert une autre, ce qui comprend le nom, l'identité, tous les avoirs et les créances. La firme acquise cesse alors d'exister⁵.

La consolidation consiste en la création d'une nouvelle firme à partir de deux autres qui disparaissent une fois les modalités de la transaction complétées⁶.

Lorsque l'acquisition est réalisée par le biais de l'achat des titres de la firme-cible, ces derniers peuvent être échangés au moyen d'argent et ou titres⁷. Cette transaction peut

se dérouler de deux façons. Premièrement, par une offre cordiale, c'est-à-dire une offre publique d'achat (OPA) faite par une firme directement aux actionnaires d'une autre entreprise (la cible) sans toutefois que les gestionnaires de cette dernière ne se montrent en désaccord avec cette initiative. Tandis que dans le cas d'une OPA hostile, le bureau de direction de la cible tentera de résister à l'assaut par divers moyens afin de faire échouer la tentative de prise de contrôle. Dans le premier cas aucune résistance n'est portée au processus d'acquisition, tandis que c'est le contraire dans le second alors que la cible tente par des stratagèmes aussi divers que complexes de contrer les attaques de son rival pour ainsi conserver le pouvoir dans son entreprise.

Généralement, un vote des actionnaires de la firme-cible est nécessaire, dans le cas où ils sont tous minoritaires pris individuellement, pour que la vente de ses avoirs tangibles se concrétise. Il s'agit d'une acquisition d'avoirs par une autre entreprise. Cependant, cette méthode d'acquisition est la plus coûteuse de toutes, toutes proportions gardées⁸.

Une contestation par procuration (proxy contest) se concrétise lorsqu'un certain nombre d'actionnaires-cadres d'une même entreprise tentent de prendre le contrôle du conseil d'administration de leur propre firme par vote autorisé, c'est-à-dire proportionnel au nombre d'actions ordinaires détenues⁹.

Une prise de contrôle du type privatisation des actifs financiers se produit lorsqu'un petit groupe d'investisseurs achète toutes les actions d'une firme jusqu'alors publique. Ses

titres cessent alors d'être cotés en bourse et donc ne peuvent être achetés ou vendus sur le marché libre. La firme vendue perd alors son caractère public pour devenir une entité purement privée¹⁰.

Nous nous concentrerons sur le phénomène le plus fréquemment rencontré, soit celui des acquisitions par fusions, F&A, fusionnements ou prises de contrôle. Nous n'avons pas tenu compte jusqu'ici de l'importance des liens qu'il peut exister entre les industries dans lesquelles s'opèrent des fusionnements corporatifs. Il s'agit-là d'une particularité importante puisqu'à elle seule, elle permet de distinguer les autres types de F&A. Les acquisitions sont donc dites horizontales lorsqu'elles s'opèrent entre deux entreprises de la même industrie où les produits sont substitués; verticales lorsqu'elles impliquent des firmes se trouvant dans des industries différentes, mais complémentaires entre elles; ou conglomerales dans le cas où les productions et les produits des entreprises impliquées dans la transaction n'ont pas de liens de substituabilité ou complémentarité entre eux¹¹.

À présent que le concept d'acquisition a été défini, il est de mise de mettre en relief ses causes et ses conséquences pour être en mesure de porter un jugement sur l'utilité d'un tel phénomène. Tout d'abord, pour conclure qu'une acquisition est un succès, il faut s'assurer que les objectifs premiers (causes) des instigateurs d'un tel événement sont bien ceux réalisés (conséquences) par le projet. Une méthode fréquemment employée pour évaluer les impacts attendus et observés est de comparer les variations du prix des titres des entreprises impliquées dans la

transaction qui sont échangés sur les marchés financiers. Effectivement, ces prix traduisent assez fidèlement les effets d'une F&A¹².

Donc vu de cet angle, un fusionnement peut être dit disciplinaire si l'objectif des instigateurs de cette transaction est de restreindre la latitude des gestionnaires de l'entreprise-cible, lesquels ne visaient pas la maximisation du bien-être de leurs actionnaires. Également, une prise de contrôle peut être dite synergique, ce qui résulte en une amélioration générale de la production (i.e. de la productivité, d'un accroissement des parts de marché, d'une réduction de duplications diverses, et la possibilité de profiter des avantages fiscaux davantage disponibles aux firmes en «M», i.e. reliées entre elles par des réseaux de propriété et de contrôle). Le tout résultant de la combinaison d'éléments intangibles susceptibles de profiter aux deux firmes fusionnées¹³. Les avantages d'une fusion dans ce cas profitent habituellement tant aux actionnaires qu'aux gestionnaires des entreprises impliquées.

Bien que les objectifs des F&A soient semblables pour les deux principales écoles de pensée se disputant les évidences de la théorie néo-classique de la firme, il arrive que les experts ne s'entendent pas sur certains principes, ce qui de toute évidence suffit dans bon nombre de cas à rendre des conclusions diamétralement opposées. Or, non seulement les conclusions d'une école à l'autre divergent, mais les méthodologies empiriques utilisées diffèrent.

Il y a tout d'abord l'école de l'organisation

industrielle¹⁴ qui considère les répercussions d'une F&A d'un point de vue retrospectif (de trois à cinq ans après le choc). De plus, la performance de la firme (l'acheteur) est comparée à la performance d'un groupe témoin d'entreprises non influencées par de tels chocs. La performance d'une firme selon cette école se mesure par son taux de profit. Finalement, cette technique d'analyse utilise des variables de comptabilité financière telles le Q de Tobin, les parts de marché, l'indice de concentration industrielle, le taux de croissance de la production, le ratio de publicité, la taille optimale minimale de production, etc. En somme, l'approche de l'organisation industrielle, ou encore ex post, tente de prouver que les profits proviennent, du moins partiellement du fusionnement¹⁵.

Quant à l'école de l'économie financière¹⁶, elle se caractérise par l'emploi d'une version modifiée du modèle d'équilibre des marchés financiers (le CAPM ou Capital Asset Pricing Model) dans lequel uniquement des données boursières (économiques) sont employées. Ces dernières sont alors considérées comme une fidèle approximation du coût d'opportunité de la valeur du titre et donc de la firme en question. Le rendement d'équilibre observé des titres des entreprises sont fonction du rendement observé d'un titre sans risque, de la variation observée du rendement du titre sans risque et du rendement observé d'un portefeuille diversifié. Ce modèle estime la valeur attendue du titre (le rendement) que l'on aurait dû retrouver dans l'éventualité où il n'y aurait pas eu de fusion. Donc la différence entre ces valeurs attendues et les rendements observés donnent l'effet de la fusion sur les titres des firmes impliquées. Cette école de pensée maintient donc l'hypothèse que

tous les avantages (et/ou inconvénients) des F&A sont traduits par les variations du prix des titres des sociétés associées dans cette transaction sur le marché boursier efficient. L'approche de l'économie financière ou ex ante, consiste essentiellement à calculer le rendement boursier excédentaire du marché comparativement à une situation sans choc, c'est-à-dire sans acquisitions¹⁷. On parle alors d'études événementielles.

2.1.2 CAUSES DES FUSIONS ET ACQUISITIONS

Il faut réaliser que les causes ou motifs des F&A ne sont en fait que les retombées anticipées d'un tel projet et lorsque testées, ces attentes correspondent aux hypothèses défendues et à vérifier. La multiplicité de conclusions portant sur le même sujet, bien que testées par des techniques diverses, ont poussé les experts à justifier la réalisation des F&A par plusieurs causes potentielles. Certains auteurs parlent de diversification stratégique (risque, protection, investissement, etc.) comme motif de fusion, tandis que d'autres justifient ce phénomène par leur désir d'occuper une position concurrentielle dominante dans leur industrie. De plus, d'autres résultats soutenant l'effet négatif sur le profit des entreprises fusionnées suggèrent que les motifs managériaux seraient à l'origine de ce phénomène plutôt que le principe de la maximisation des profits¹⁸.

Comme il a été souligné plus haut, sous l'influence de l'environnement concurrentiel ou au sein d'une même firme des pressions poussent tôt ou tard l'entreprise à s'ajuster aux nouvelles réalités de son environnement. Une façon d'agir dans cette voie est notamment de réaliser une acquisition afin de

conserver, sinon accroître, le succès relatif de la firme. Dans le cas d'une entreprise pour qui les profits ont cessé de croître et qui ne veut pas s'écrouler sous les problèmes de marché apparaissant progressivement dans ses activités de production devra s'adapter aux nouvelles règles, et ce même si cela nécessite des transformations profondes¹⁹. Certains experts appuient ces conclusions et ont soutenu que la firme (en «U») classique devra à un moment de son existence se transformer structurellement pour continuer à croître, c'est-à-dire réaliser des investissements (internes ou externes) ou diversifier la production²⁰.

En somme, les F&A surviennent en fonction des gains qu'elles procurent à la firme en général, tels: hausse de revenus, réduction des coûts d'opération, déductions fiscales, changements de besoins en capitaux, et réduction du risque et du coût de l'emprunt²¹. Quoiqu'il en soit, les gains réalisés lors d'une F&A finissent par se répercuter dans une certaine proportion sur le prix des titres boursiers transigés. Un problème intrinsèque de l'impact des fusions est que comme tout projet, le développement corporatif entrepris a une valeur présente nette actualisée positive et ce n'est qu'après l'annonce officielle de l'événement qu'il est possible d'observer dans un contexte d'équilibre général l'impact réel du projet²². Le marché boursier semble être dans ce cas un fidèle baromètre des anticipations et des évaluations faites par les actionnaires sur la qualité du projet et donc des gains potentiel réalisables à plus long terme.

STEINER évoque treize motifs dont chacun à titre individuel justifierait la réalisation d'une fusion, et ce, soit

à l'avantage des acheteurs, des vendeurs, ou des deux ensembles²³:

- Volonté de limiter la concurrence ou de vouloir réaliser des profits monopolistiques;
- Volonté d'user de pouvoirs d'intervention non utilisés sur le marché;
- Réaction à une diminution des possibilités de croissance et/ou de profit dans sa propre industrie attribuables à une contraction de la demande du produit ou à la concurrence trop serrée;
- Diversifier les activités de production afin de réduire le risque de chocs imprévisibles affectant certaines productions;
- Atteindre une taille (pour la firme) importante afin de réaliser des économies d'échelle au niveau de la production et/ou de la distribution;
- Combler des lacunes critiques dans sa propre firme en acquérant une autre société possédant les remèdes clés (brevets, ressources, savoir-faire, etc.);
- Taille suffisante pour avoir accès aux marchés financiers, aux sources de publicité et aux marchés efficaces de distribution;
- Volonté d'utiliser au maximum les ressources particulières de l'entreprise ou les capacités de gestion du personnel de l'entreprise;
- Volonté de remplacer les cadres en poste;
- Echappatoires fiscaux;
- Volonté des dirigeants d'entreprises d'être perçus par le public comme des gestionnaires dynamiques qui savent reconnaître une aubaine;

- Tirer profit de la spéculation relative à de nouvelles émissions de titres ou à un changement des ratios cours-bénéfice (indice de rendement des titres);
- Volonté des gestionnaires de contrôler un nombre toujours de plus en plus important de subalternes;

ODAGIRI et HASE, deux auteurs ayant analysé le marché des F&A au Japon, rajoutent à cette liste deux autres items²⁴, soient: sauver la firme-cible de la faillite ou d'investir dans un projet de développement d'une autre entreprise. Le marché du travail japonais axé sur l'individu et l'emploi à vie est un facteur de premier plan dans la motivation de quelques acquisitions.

Quant à RAVENSCRAFT et SCHERER, ils sont essentiellement en accord avec l'énumération de STEINER, mais rajoutent un autre motif²⁵: l'existence d'une différence entre acheteur et vendeur au niveau de l'évaluation de la valeur réelle de la firme-cible. De plus, DUTZ allonge cette liste en soutenant comme motifs le déplacement des membres du bureau de gestion inefficace et, aussi, dans l'optique d'éviter des coûts de faillite²⁶. CAVES résume l'utilité des fusions au fait de permettre à une firme de se procurer des avantages dits intangibles et indivisibles qu'une autre firme possède et qu'il est impossible de se procurer autrement²⁷.

2.1.3 CONSÉQUENCES DES FUSIONS ET ACQUISITIONS

Une acquisition sera dite avantageuse au sens le plus général du terme dans le cas où les motifs de cette dernière correspondent aux conséquences, c'est-à-dire les résultats observés²⁸. Il faut également faire attention à la confusion pouvant survenir entre acheteurs et vendeurs dans un processus de fusion, car les deux intervenants impliqués en profitent, mais chacun à sa façon²⁹. Également, il faut comprendre que les nombreux facteurs de motivation des fusions se concrétisent peut-être tous, mais dans des proportions diverses. Voilà, ce qui pourrait expliquer en partie que les conclusions sur les conséquences des F&A puissent être occasionnellement contradictoires³⁰. Finalement, une autre raison pourquoi les fusions suscitent tant de controverse est qu'à chaque vague de fusions, de nouvelles hypothèses sont émises quant aux causes de ce phénomène, prétextant que ces vagues sont des événements rarement semblables et même presque complètement différents et dès lors il est impossible de les comparer sur une base intertemporelle³¹.

Faire le constat des conséquences des F&A revient à vérifier la véracité des motifs proposés et donc la profitabilité relative d'un tel événement. Tout d'abord, l'école de l'organisation industrielle arrive à la conclusion que les fusions n'ont pas d'effet sur les intervenants ou pire encore nuisent à la profitabilité de ces derniers³². Moins catégoriques, SCHLEIFER et SUMMERS soutiennent que les prises de contrôle créent une rente privée, mais aucune rente sociale³³. L'approche de l'école financière conclue généralement que les

fusions haussent le rendement des titres des firmes impliquées et même la richesse de l'ensemble de la société³⁴. D'autre part, JENSEN soutient que les prises de contrôle sont bénéfiques pour les cadres dirigeants des deux firmes³⁵.

En premier lieu, les principaux résultats des défenseurs de l'approche de l'organisation industrielle ou méthode d'analyse ex post se résument à ces quelques points³⁶:

- Gains de la fusion pour la firme achetée, mais pour l'acquéreur rien n'est certain;
- Au mieux, les actionnaires des acquéreurs ne gagnent ni ne perdent;
- On ne peut conclure en matière de gains d'efficacité pour les firmes fusionnées ou sur le bien-être pour la société;
- Les firmes s'étant fusionnées semblent perdre en productivité, en profitabilité et en part de marché après l'événement;
- De plus, il a été vérifié que l'objectif de maximisation des profits par la firme cible par ses dirigeants aurait limité les bénéfices d'une fusion pour cette dernière de même que pour l'acquéreur.

Les études ex post ont généralement soutenu que les prises de contrôle n'étaient tout simplement pas profitables³⁷. En somme, ces études ont démontré que les fusions engendraient des pertes par une réduction des profits de l'acquéreur une fois la transaction complétée³⁸. Par contre, les entreprises acquises par des entreprises-mères se sont bien comportées et ont connu une forte croissance brute, c'est-à-dire une croissance des

profits³⁹. Les rentabilité d'une acquisition peut être traduite par un autre phénomène qu'une hausse des profits de la firme en question, ce qui se justifierait par le fait que les gestionnaires acheteurs tenteraient peut-être d'atteindre d'autres buts que celui de la maximisation du bien-être de leurs actionnaires⁴⁰.

Ainsi, DEWING trouva que 75% des acquéreurs recevaient une rente (ou profit) plus faible après qu'avant le fusionnement⁴¹. YOUNG souligna la tendance voulant que les firmes ayant de forts taux de croissance pour les ventes, profits et prix des actions se diversifiaient plus et plaçaient plus d'emphase sur les acquisitions⁴². REID a trouvé que les acquisitions accroissaient les ventes de la firme, les avoirs et le nombre d'employés, mais faisaient diminuer les prix du marché, ainsi que les gains en capital. De plus, il précise que les fusions permettent de maximiser les objectifs des gestionnaires autres que la maximisation de profits⁴³. Egalement, REID a soutenu que les entreprises contrôlées majoritairement par les gestionnaires ont plus de chance de fusionner que les firmes possédées par les actionnaires⁴⁴. WESTON et MANSIGHKA ont déterminé que les conglomérats acquéreurs surpassaient les simples acquéreurs en ce qui a trait à la croissance future des avoirs totaux, des ventes, du revenu net et du prix des actions après la fusion⁴⁵. Par contre, ces deux types de regroupement de firmes semblent obtenir des rentes proportionnellement équivalentes.

MUELLER, quant à lui, soutient que les fusions mènent à une réduction de la profitabilité des intervenants impliqués⁴⁶.

D'autre part, YOU a prouvé que la richesse totale des actionnaires est positivement corrélée au pourcentage des parts possédées par les gestionnaires acquéreurs⁴⁷. Il faut donc croire que les firmes dont les dirigeants ne possèdent qu'une petite part de l'actif de l'entreprise ne devraient pas être impliquées dans un processus de fusion pour le seul motif d'accroître la valeur marchande de l'entreprise; il y a donc d'autres raisons. RAVENSCRAFT et SCHERER trouvent que la profitabilité des entreprises diminue suite aux fusions, sauf pour les fusions dites amicales et entre égaux⁴⁸. De plus, ces auteurs précisent que les firmes similaires en quelques points ont tendance à se fusionner, dépendemment des niveaux de croissance initiaux. Plus précisément, les acquéreurs recherchent des firmes se trouvant dans des industries de forte croissance, du moins plus grande que la leur.

Du côté de l'approche de l'économie financière ou étude ex ante maintenant, les principales conclusions se résument à quelques points⁴⁹:

- Règle générale, les fusions engendrent une hausse du prix des titres impliqués dans la transaction et peu de gain d'efficacité pour l'acquéreur;
- Les fusions horizontales n'ont pas d'effet monopoliste;
- La diversification internationale n'engendre pas une efficacité accrue ou une meilleure performance des parties impliquées;
- Une fusion est un bon moyen pour rationaliser les activités d'une industrie en déclin.

L'approche ex ante conclue habituellement qu'une fusion fait croître la valeur des actions de la firme acquise, ce qui, par anticipation, pousse à la hausse le prix des actions de l'acquéreur avant l'événement, et après lequel ces prix baissent⁵⁰. Cet effet est attribuable notamment à l'optimisme généralisé des investisseurs qui s'ajustent de façon plus réaliste une fois l'événement réalisé et une fois que sont disponibles d'autres informations sur la transaction. On observe parfois que lors de prises de contrôle horizontales les entreprises concurrentes en profitent également, notamment par une hausse du prix de leurs actions, car on anticipe alors une augmentation du prix du produit de cette industrie grâce à un pouvoir de marché accru qui permet à l'acquéreur d'accroître son pouvoir de marché⁵¹.

KELLY a trouvé que les acquéreurs avaient une croissance plus rapide que les acquises sans toutefois voir leur croissance s'accélérer après la fusion⁵². HOGARTY a construit un indice de performance basé sur les variations de la valeur marchande des actions et détermina que les acquéreurs performaient moins bien suite à une fusion qu'avant⁵³. Finalement, MUELLER ajoute que les acquéreurs sont non seulement plus profitables par nature, mais aussi de plus grande taille⁵⁴.

L'hypothèse du marché de capital efficace soutient que les actions des firmes s'ajustent instantanément et complètement à la nouvelle information disponible. Une variation du prix des actions d'une firme nous donne donc une mesure assez précise de la richesse des actionnaires. Cette précision permet donc aux analystes d'utiliser des séries chronologiques du prix des titres

des firmes impliquées dans un processus de fusion afin d'observer l'impact de ce phénomène sur les firmes et le bien-être de leurs actionnaires. HALPERN, au moyen de la technique des résidus, a tenté de trouver qu'il existait assez d'information dans le marché pour être en mesure de prédire une fusion un certain temps avant l'événement et à savoir quand exactement cette information est disponible. Ils trouvent que l'information est disponible de 5 à 8 mois avant la fusion⁵⁵. MANDERLKER teste deux hypothèses au moyen d'un modèle dérivé du Capital Asset Pricing Model. Ces hypothèses sont: les acquisitions se réalisent-elles dans un marché parfaitement compétitif, et le marché du capital est-il efficace pour traiter l'information émanant d'une fusion. L'auteur conclut que le marché est parfaitement compétitif (donc efficient), mais que les anticipations de fusions enlèvent les effets qu'auraient pu créer ces dernières⁵⁶. ELLERT renforce les conclusions des auteurs précédents en soutenant que l'information sur le marché des prix est disponible 7 à 12 mois avant l'événement⁵⁷. Il précise aussi que la compétition entre les acquéreurs n'engendre pas une diminution (jusqu'à l'élimination) des gains de fusions.

DODD trouve que le marché des titres boursiers réagit positivement pour une firme acquise et négativement pour l'acquéreur lors d'une fusion. Cependant, l'effet net est positif. Cela prouve que le désir des bureaux de direction de ne pas se fondre à une autre entreprise peut être un indice que ces derniers ne cherchent pas la maximisation du bien-être des actionnaires⁵⁸. SCHIPPER et THOMPSON ajoutent que les acquisitions devraient faire croître la valeur présente de la firme acquéreur⁵⁹. McCONNELL et MUSCARELLA précisent que la

réaction des prix des actions ordinaires est compatible avec l'hypothèse de maximisation de la valeur marchande de la firme suite à une fusion⁶⁰. ECKBO trouve que les entreprises impliquées dans une fusion profitent de gains importants⁶¹. De plus, ces gains ne diffèrent pas de façon significative entre fusions verticales et horizontales. Finalement, il soutient que le marché canadien du contrôle corporatif joue un rôle important dans la promotion de l'allocation optimale des ressources.

SINGH et MONTGOMERY ont prouvé que les fusions faites entre des firmes étant reliés de quelque façon que ce soit (produit, marché, technologie) créent plus de valeur que dans le cas d'acquisitions conglomerales⁶². MORCK, SCHLEIFER et VISHNY concluent que les fusions réalisées par des firmes peu performantes avant l'événement ont des rendements plus faibles que la moyenne après la fusion⁶³. Cette tendance est renforcée lorsqu'il s'agit d'une fusion conglomerale et que la firme acquise a, au départ, un taux de croissance plus élevé que l'acquéreur. MITCHELL et LEHN quant à eux précisent que les mauvais acquéreurs deviennent de belles proies après l'acquisition⁶⁴.

Pour ajouter à la confusion des conclusions défendues par les deux principales écoles de pensée relatives au phénomène des F&A, il reste à savoir s'il y a création ou simple redistribution de valeur. Dans cette foulée, SHLEIFER et SUMMERS affirment que la variation de la richesse des actionnaires est quoiqu'il en soit une source de bien-être social en elle-même⁶⁵. Bien que ce bien-être soit accompagné de gains d'efficacité (se traduisant sur les coûts d'opération et donc sur la valeur des actions des

firmes impliquées), une partie de ces gains ne sont en fait que des transferts qui améliorent le sort de certains (actionnaires) et nuisent à d'autres (généralement les gestionnaires, les fournisseurs et la main-d'oeuvre)⁶⁶.

Il semble généralement accepté par les supporteurs de l'école de l'économie financière que le rendement des actions des firmes impliquées dans la transaction soit un bon étalon de variation du profit anticipé par et suivant l'événement. Il faut souligner ici que l'hypothèse d'accroissement de pouvoir monopoliste comme source de gains des F&A n'est pas acceptée par tous. En effet, JENSEN et RUBACK⁶⁷ soutiennent que cette allégation va à l'encontre de l'effet observé sur le bien-être non accru des actionnaires de l'acquéreur. Ils prétendent qu'un pouvoir de marché accru pour les acquéreurs leur conférerait la possibilité d'accroître leurs profits, influence qui devrait se répercuter sur le prix des titres et les pousserait en hausse, or ils diminuent dans les faits.

Quoiqu'il en soit, la principale source de gains des acquisitions, reconnue par l'école de l'économie financière, est connue sous le nom de synergie. Il s'agit en fait de regrouper des activités productives afin de partager les éléments performants d'une production avec les points faibles d'une autre, et vice versa. En d'autres mots, des avoirs intangibles d'une entreprise peuvent être transmis à une autre firme autrement que par la fusion n'aurait pu se les procurer à court terme⁶⁸.

Pour ce qui est des motifs fiscaux, les fusions se sont avérées intéressantes, mais pas suffisamment pour justifier à eux

seuls une fusion⁶⁹. Finalement, le moyen de paiement lors d'une F&A (impact positif), la taille des firmes impliquées (impact positif pour une différence de taille à la faveur de l'acheteur) et l'existence d'oppositions managériales (impact négatif) auraient des effets sur le prix des titres concernés lors d'une prise de contrôle⁷⁰.

Il y a un autre aspect des F&A qui n'a pas encore été formellement traité: le temps. En effet, bien que les conclusions d'études considérées dans ce survol de la littérature n'en tiennent pas toutes compte de façon explicite, la rentabilité des fusions fluctue autour de la date de l'annonce officielle de la transaction, et ce, en raison de l'information disponible et des anticipations à diverses périodes⁷¹. Une correction quotidienne s'effectue sur le prix des titres des firmes impliquées dans un processus de fusion afin de refléter le plus conformément les attentes des spéculateurs boursiers quant à la qualité de l'événement.

Dans l'article de JENSEN et RUBACK, les conclusions empiriques résumées de sept articles employant la méthode de l'économie financière se corroborent. En effet, ces auteurs cernent dans le temps l'impact que pourrait avoir une fusion pour l'acquéreur, ainsi que pour la cible, c'est-à-dire qu'ils déterminent comment le marché boursier traduit les anticipations face à la qualité de la F&A, soit avant ou après l'événement⁷². Tout d'abord, dans le laps de temps d'un jour avant et un jour suivant l'événement (la fusion proprement dite), les acquéreurs ne font essentiellement ni de gains ni de pertes, alors que les cibles voient la valeur de leur titre augmenter d'environ

(+)8,75%⁷³. Puis, de la date de l'annonce officielle des intention d'acquisitions à la date effective de l'événement, l'effet est négatif et approximativement de l'ordre de (-)3,50% pour les acheteurs et positif ((+)20%) pour les firmes-cibles. Et comme le marché, par son efficacité, permet l'anticipation de ces phénomènes, alors des effets positifs sont pressentis un mois avant l'événement tant pour les acquéreurs que les cibles et sont de l'ordre de (+)2% et (+)16,50%, respectivement⁷⁴. Par opposition aux auteurs précédents, FRANKS, HARRIS et TITMAN⁷⁵ supportent empiriquement l'idée que le rendement des titres des acquéreurs et cibles exclusivement après (quelques mois) l'événement est négatif. Les erreurs d'anticipation du risque seraient à l'origine de ces fluctuations anormales⁷⁶. Pourtant d'autres auteurs concluent que, l'effet de la période allant de la date de l'annonce officielle à quelques temps (court laps) après l'événement se résume à un gain d'environ (+)2% pour l'acheteur et de (+)32,50% pour l'acheté⁷⁷.

2.2 FUSIONS ET ACQUISITIONS ET CYCLE DE VIE DE LA FIRME

Il sera question maintenant de concilier les notions de cycle de vie de l'entreprise et de profitabilité des prises de contrôle. Les démarches suivies sont celles proposées par PAPAILLIADIS⁷⁸ (1991). En premier lieu, un modèle structurel théorique de décisions stratégiques de l'entreprise est élaboré. C'est à partir de ce modèle contenant des variables financières et organisationnelles qu'est dressé théoriquement le portrait caractéristique de chaque phase du cycle de vie de la firme.

Ensuite, est décrite l'étude empirique de PAPAILLIADIS à partir d'un échantillon canadien d'entreprises s'étant

fusionnées au cours de la période 1980-88. Il tente de prouver, au moyen de la technique de calcul de l'école de l'économie financière, la profitabilité (i.e. gains boursiers) des fusions selon le stade du cycle de vie dans lequel les entreprises retenues se classent d'après les portraits théoriques de chaque phases décrites précédemment. Cet auteur tente ainsi de prouver l'hypothèse de la théorie néo-classique de la firme voulant qu'une fusion soit entreprise dans l'objectif de maximiser le bien-être des actionnaires, mais tout en tenant compte des hypothèses théoriques relatives à la profitabilité variable selon le stade du cycle de vie de l'entreprise.

2.2.1 LE MODÈLE STRUCTUREL DE DÉCISION STRATÉGIQUE DE LA FIRME

Dans cette section est développé un modèle structurel des décisions de stratégies de développement de l'entreprise, proposé par PAPAILLIADIS⁷⁹. Le but de cet exercice est d'identifier théoriquement les caractéristiques financières des stades du cycle de vie de la firme afin de déterminer les choix de politique organisationnelle (i.e. une acquisition dans ce cas-ci) les plus rentables qui se présentent à l'entreprise.

Le modèle

Politiques organisationnelles:

$$I = f_1 (A, D, r, \beta, g, d, i, C)$$

$$A = f_2 (I, D, r, \beta, g, z, C)$$

$$D = f_3 (A, I, r, \beta, g, z, C)$$

$$r = f_4 (I, A, D, R_m, R_i, C)$$

$$\beta = f_5 (I, A, D, C)$$

Où I = investissements;
 A = acquisitions;
 D = recettes du départissement d'avoirs;
 r = rendement;
 β = risque corporatif;
 g = taux de croissance de la demande;
 d = taux de dépréciation;
 i = taux d'intérêt de long terme;
 C = variables de contrôle propriétaire / gestionnaire;
 z = capacités d'organisation;
 L = position de liquidité;
 R_m = rendement du marché;
 R_{in} = rendement de l'industrie;

Politique financière:

S = f6 (B, R, W, r, β , t, C)
 R = f7 (B, S, W, r, β , t, C)
 B = f8 (S, R, W, r, β , t, C)
 W = f9 (S, R, B, r, β , C)

Où S = financement externe par titres;
 R = financement par revenus non redistribués;
 B = financement par endettement;
 W = position de créance du capital;
 β = risque;
 r = rendement;
 t = taxes aux entreprises;
 C = variables de contrôle propriétaire / gestionnaire;

Identité du modèle:

$$\begin{aligned} \text{Dépenses} &= \text{Moyens financiers} \\ I + A + W &= S + R + B + D \end{aligned}$$

Le modèle précédent se résume à l'idée que les projets de développement organisationnel d'une entreprise sont contraints par les moyens financiers à leur disposition. De plus, ce modèle illustre le fait que ces moyens financiers sont influencés principalement par le risque corporatif, ainsi que le rendement de la firme se reflétant sur le prix de ses titres. La théorie du cycle de vie de l'entreprise pousse plus loin ces résultats en soutenant que ces deux variables, entre autres, sont affectées selon le stade du cycle dans lequel se trouve la firme. Ceci implique que les politiques organisationnelles (acquisition et investissement interne, notamment) sont soumises en quelque sorte au risque intrinsèque des activités de la firme, ainsi qu'au rendement de cette dernière, et donc au cycle de vie de l'entreprise. La théorie du cycle de vie de la firme stipule également que l'éventail des choix des politiques organisationnelles est limité au degré de complémentarité entre les investissements internes et les acquisitions selon le cycle de vie de la firme. En somme, plus cette dernière passe du stade d'établissement (première phase) vers le stade de déclin (dernière phase), plus l'investissement et les acquisitions seront de plus en plus complémentaires et donc de moins en moins substitués. Ceci est dû entre autre à la capacité d'endettement et à la liquidité limités par le risque et le rendement effectifs des firmes caractérisées par le stade du cycle de vie dans lequel celles-ci se trouvent. On sait également que les décisions organisationnelles auront un impact rétroactif sur les variables

de risque et de rendement.

2.2.2 LE MODÈLE DU CYCLE DE VIE DE LA FIRME

Le modèle précédent a illustré théoriquement l'idée selon laquelle la situation financière des entreprises est caractéristique aux stades du cycle de vie dans lequel elles se trouvent, ce qui implicitement limite les choix de politique de développement organisationnel.

De plus, la théorie de la firme souligne le fait que les entreprises doivent s'adapter, tant financièrement qu'au niveau de l'organisation de ses activités, afin de poursuivre son processus de développement. Ainsi, que la firme opte pour la stratégie lui permettant de s'adapter à la concurrence, d'être à la fine pointe de la technologie, ou de réduire le risque par la diversification stratégique de ses activités, l'entreprise doit tenir compte de certaines des tendances de certains indicateurs. Notamment, les différences pouvant exister entre les profitabilités de court et long terme, du taux de croissance de l'industrie dans le passé, de la taille totale de l'industrie, et des anticipations du risque (ORR -1974). Toujours selon cet auteur, les déséquilibres du marché qui proviennent de changements dans les goûts des consommateurs, nouvelles technologies, changements démographiques, ou choc quelconque dans une autre industrie qui stimulent l'adaptation des firmes des points de vue organisationnel et financier, et non simplement des facteurs managériaux.

En somme, la structure du capital de l'entreprise reflète

en tout moment l'ensemble d'opportunités d'investissement et la structure du risque, et donc les politiques réelles qui s'offrent à elle. Une de ces opportunités est une prise de contrôle corporative.

2.2.3 L'HYPOTHÈSE DU CYCLE DE VIE DE LA FIRME

Cette hypothèse soutient que l'évolution financière et structurelle de la firme passe par quatre stades: l'établissement, la croissance, la maturité, et le déclin. Chacune de ces phases a donc son lot de caractéristiques distinctes qui recommandent certaines stratégies de développement organisationnel plutôt que d'autres. Les prises de contrôle ne sont en fait qu'une autre façon, tout comme les investissements internes et la vente d'avoirs, de stimuler l'adaptation des firmes aux réalités changeantes du marché. C'est dans ce contexte que seront décrites les principales caractéristiques théoriques de chacun des stades du cycle de vie de l'entreprise.

TABLEAU: Caractéristiques financières et structurelles et stades

Caractéristiques	STADES			
	Établissement	Croissance	Maturité	Déclin
Risque	Élevé	Modéré	Faible	Modéré
Profitabilité	Faible	Forte	Modérée	Faible
Croissance demande	Forte	Forte	Faible	Négatif
Coût moyen	Élevé	Modéré	Faible	Modéré
Liquidité	Modérée	Forte	Forte	Faible
Coût en capital	Élevé	Modéré	Faible	Modéré

2.2.4 LES STADES ET L'IMPACT D'UNE ACQUISITION

Stade d'établissement

Une acquisition à ce stade n'est pas une bonne stratégie, car l'acheteur devra quand même poursuivre sa croissance tout en faisant face à d'autres réalités, notamment celles de la nouvelle entreprise acquise. À ce stade, les besoins en capitaux sont importants sans que l'on y rajoute les frais d'acquisition d'une autre société, ne serait-ce que pour soutenir la production modérée de la firme au prise avec de faibles (nuls ou négatifs) profits, et faible liquidité. Or donc, le modèle du cycle de vie de la firme prédit qu'à ce stade une acquisition n'est pas le meilleur instrument de maximisation du bien-être des actionnaires. Avant de réaliser un projet semblable, une firme en stade d'établissement possède une faible liquidité et un risque élevé qui ainsi combinés sont deux facteurs susceptibles de rendre très coûteux les emprunts nécessaires à la réalisation du projet. De plus les profits peu élevés sont de nature à ne pas augmenter le niveau de liquidité et donc les dividendes versées aux actionnaires.

Stade de croissance

Ce stade débute lorsque le taux d'investissements commence à augmenter ou lorsque la valeur des actifs financiers de la firme augmentent à un taux croissant. La demande est alors croissante et il faut s'assurer que les inventaires et la capacité de production du capital puissent suffire pour la compenser. Avec la croissance de la production, et donc des

ventes, les profits croissent et font diminuer le risque qui se traduit par une baisse du coût du capital.

Les acquisitions ne contribueront pas à faire croître la valeur de la firme, l'investissement interne n'étant pas substitut parfait aux acquisitions. Il faudra qu'il y ait maintien de la politique d'investissements internes pour que les fusions aient un impact positif sur la valeur de la firme. Le risque étant ainsi diversifié, le coût d'opportunité du capital diminuerait.

Stade de maturité

Cette phase est caractérisée par un ralentissement de la croissance des profits de la firme pour se stabiliser au niveau du taux de croissance de l'économie en général. On peut diviser ce stade en trois sous-stades: maturité croissante, maturité saturée, et maturité décadente. La première sous-catégorie correspond à une firme dont le taux de croissance des avoirs et des ventes baisse régulièrement (dû à une baisse des prix). La seconde survient lorsque le taux de croissance de la firme est celui de l'inflation. Tandis que le troisième sous-stade est caractérisé par une baisse des ventes au profit d'un bien ou d'une production substitut. Le stade de maturité se caractérise également par un équilibre de long terme dans l'industrie. Les acquisitions peuvent dans ce contexte servir de mécanisme nécessaire afin de soutenir la croissance du stade de maturité. La fonction objective de la firme sera maximisée lors de l'acquisition, car les ressources productives seront allouées plus efficacement, ce qui fera croître la valeur de la firme.

À ce stade, les investissements internes et les acquisitions sont complémentaires. Les recettes supplémentaires anticipées que procureraient l'acquisition d'une autre entreprise permettrait de faire croître la valeur de l'acquéreur. Et ce malgré le fait que le risque systématique augmenterait le coût d'opportunité du capital. Le premier effet risque fortement d'être plus élevé que le second. L'impact total serait positif.

Stade de déclin

Le plafonnement des ventes est un bon indicateur de la saturation d'une industrie, ce qui mène à une intensification de la concurrence, notamment par les prix. Ces derniers engendrent l'érosion des profits et finissent par pousser certaines entreprises à la faillite. La diminution des profits aura un effet sur le risque rattaché à l'entreprise, ce qui jouera sur les politiques financières (dividendes et structure en capital) futures. Les modifications apportées à la politique financière de la firme ont pour effet de diminuer la valeur de l'entreprise étant donné que le nombre d'opportunités d'investissement se restreint. Mais une acquisition peut changer cette tendance et améliorer la position concurrentielle de la firme, les profits et donc engendrer une diminution du risque relié aux activités de l'entreprise.

Les acquisitions à ce stade ne seront efficaces qu'après une vente d'avoirs. Cette stratégie rassurerait les actionnaires et autres investisseurs boursiers étant donnée la pression de plus en plus forte des dettes par rapports aux recettes de la firmes. Les gains auraient comme source la synergie créée par

le regroupement des activités de productions des entreprises fusionnées.

En somme, la variation du bien-être des actionnaires de l'acquéreur, se traduisant par une hausse du prix de ses actions, n'est pas de même nature selon le stade du cycle de vie dans lequel il se trouve. La théorie stipule qu'une prise de contrôle fera diminuer le bien-être des actionnaires d'une firme se trouvant dans le stade d'établissement. La conclusion est la même dans le cas d'une entreprise en phase de croissance et de déclin, une acquisitions n'aura pas les bien faits escomptés à moins que des politiques d'investissement interne et de départissement d'avoirs soient exécutées, respectivement, en complémentarité avec la politique d'acquisition. Ce ne sont que les entreprises en phase de maturité qui profiteront des bénéfices d'une F&A, sans que cette dernière ne soit accompagnée d'autres stratégies de développement.

2.2.5 ÉCHANTILLON D'ACQUÉREURS

Afin de vérifier empiriquement les conclusions de la théorie du cycle de la firme appliquée au phénomène des acquisitions corporatives, PAPAILLIADIS a reconstitué un échantillon d'entreprises canadiennes s'étant fusionnées au cours de la période 1980-88. Puis ont été estimés un certain nombre de ratios financiers et organisationnels pour chaque entreprise de l'échantillon afin de les reclasser en sous-groupes dont les caractéristiques communes sont celles des différents stades de cycle de vie de la firme; ce que l'on appelle le regroupement par grappes. Une fois cette classification réalisée, PAPAILLIADIS

est en mesure d'estimer la profitabilité des acquisitions selon la phase du cycle.

2.2.6 LES RATIOS

PAPAILLIADIS⁸⁰ estime 14 ratios qui résument les performances financières et organisationnelles pré-acquisition des acheteurs qui lui permettront de classer les firmes de l'échantillon, par la méthode des grappes, selon le stade du cycle de vie de l'entreprise dans lequel elles se trouvent au moment de la fusion. Il y a les variables financières qui donnent la position relative de chaque firme par rapport à leur structure en capital, au fond de roulement et à leur politique de redistribution des dividendes. Quant aux variables opérationnelles, leur position relative est décrite grâce au pouvoir de marché, à la croissance, à l'efficacité et au risque.

Tout d'abord, on estime la structure en capital qui est mesurée en évaluant les risques financiers un an avant la fusion. Deux variables sont alors estimées: la position de créance et la capacité d'endettement. Le fond de roulement se mesure quant à lui par l'estimation de la position de liquidité de la firme un an avant l'événement. Deux variables sont alors calculées: ratio du fond de roulement et ratio de trésorerie.

La politique de dividende est quant à elle évaluée par le niveau de redistribution des profits entre les actionnaires et les projets d'investissements futurs un an avant l'acquisition. Le paiement en dividendes et le rendement sur la valeur des actionnaires sont les deux variables estimées dans ce

cas-ci.

L'efficacité de la firme est déterminée à travers sa production ainsi que par sa profitabilité relative. Trois variables ont donc été estimées: la marge bénéficiaire brute, le rendement brut du capital investi et le rendement net de l'avoir des actionnaires.

Tout d'abord, le pouvoir de marché est estimé par une approximation du Q de Tobin et illustre ainsi comment la valeur de remplacement de la firme est associée à son coût d'achat à neuf, de même que le rendement sur la valeur marchande des avoirs. Tandis que la variabilité du prix des actions est mesuré par une seule variable: risque relatif. La croissance interne est évaluée par l'intermédiaire du taux de croissance des avoirs fixes et des avoirs totaux.

2.2.7 ANALYSE DES GRAPPES

Dans ce type d'analyse, on cherche à regrouper les firmes ayant des caractéristiques similaires et correspondant dans ce cas-ci aux particularités financières et structurelles des firmes selon le stade du cycle de vie dans lequel il se trouve. PAPAILLIADIS réussit à déterminer que trois sous-groupes d'entreprises sont représentés dans son échantillon canadien: un groupuscule de 7 firmes, un autre de 34 et un troisième de 55. Le premier groupe (7) comporte les mêmes caractéristiques financières et structurelles que celles du stade de déclin. Le second groupe (34) serait le stade de croissance et le dernier (55) serait composé d'entreprises en phase de maturité.

2.2.8 PERFORMANCE DES ACQUÉREURS

C'est en combinant le modèle du «marché» et l'analyse de ses résidus de l'approche de l'économie financière que PAPAILLIADIS fut en mesure de déterminer l'impact d'une fusion sur la profitabilité de l'acquéreur. Ce modèle du marché stipule que le rendement d'une action est relié de façon linéaire au rendement moyen du marché. Ces variations des gains boursiers sont des indicateurs fiables de l'effet que peut avoir une acquisition sur le bien-être des actionnaires de l'acheteur, soit l'hypothèse soutenue par les défenseurs de l'école néo-classique des F&A.

Or dans le contexte des fusions, ce modèle enregistre l'ajustement du prix des titres des entreprises observées par rapport aux variations générales du marché pendant le laps de temps où l'information (à l'annonce de l'événement) est disponible. Ainsi les seules fluctuations (inexpliquées) dans les prix des actions de ces firmes qu'il est possible d'observer sont celles engendrées par le choc de la fusion. Du point de vue plus technique, une tendance (ou équation de régression) du rendement boursier d'un titre pendant une période sans fusion est retenue comme comportement de référence à partir duquel une prévision est réalisée sur une autre période qui, elle, est perturbée dans la réalité par l'influence d'une fusion. Ensuite, les rendements projetés (i.e. sans perturbations anormales) et observées (sous le choc d'une F&A) sont comparées afin de déterminer le signe et l'ampleur de l'impact d'une acquisition sur le bien-être des actionnaires (i.e. rendement boursier).

L'équation de régression décrite plus haut par PAPAILLIADIS est la suivante:

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_j * R_{mt} + \epsilon_{jt}$$

- Où R_{jt} = taux de rendement du titre j au mois t ;
 R_{mt} = taux de rendement du marché de toutes les firmes cotées à la Bourse de Toronto au mois t ;
 ϵ_{jt} = terme d'erreur de l'action j au mois t ;
 β_j = mesure du risque systématique de l'action j (ce risque n'est en fait que la moyenne pondérée du risque associé à toutes les décisions de politiques organisationnelles) ;

Les estimations des moindres carrés ordinaires de l'équation de régression précédente sont utilisés afin de projeter des valeurs non biaisées des rendements attendus (ou normaux) de la firme j au mois t (où le mois de la fusion est le mois de référence t=0). Ces estimations des paramètres est tout d'abord faite au moyen d'observations se trouvant à l'extérieur de la période d'analyse de l'impact des fusions. Donc les paramètres α et β sont estimés au moyen des données se trouvant dans l'intervalle de temps (mois) -36 à -12, puis d'autres paramètres, α et β ceux là, sont trouvés par la régression couvrant la période +12 à +36.

Ensuite, ces paramètres sont repris dans l'équation de régression en utilisant les données du rendement du marché en vigueur dans l'intervalle -12 à +12. Ainsi sont alors obtenues des valeurs «normales» ou non biaisées du rendement des actions

des firmes de l'échantillon. Ensuite, α et β seront utilisés dans l'équation couvrant la période -12 à 0, puis serviront à estimer les valeurs sans-biais de la période 0 à +12. Par la suite, les résidus ou erreurs inexpliquées seront estimés. Pour ce faire, il ne reste qu'à faire le calcul suivant, au moyen des données obtenues:

$$\hat{e}_{jt} = R_{jt} - \alpha_j - \beta_j * R_{mt}$$

Par la suite, ont été estimés les résidus moyens pour chaque groupes du cycle de vie des firmes déterminés plus tôt par PAPAILLIADIS. Le calcul est le suivant:

$$\bar{e}_t = \frac{\sum \hat{e}_{jt}}{N}$$

Où N est le nombre de firmes par phase de développement de l'entreprise.

Finalement, la somme des résidus moyens de chaque firme (\bar{e}_t) est estimée et ce pour chaque regroupement de stade de développement de la firme-type pendant l'intervalle complet d'analyse (les 24 mois entourant la date de fusion) et l'impact agrégé d'une politique d'acquisition sur le rendement des titres des entreprises impliquées dans la décision est obtenu. Cette variable se nomme CAR ou Cumulative Average Residual.

2.2.9 RÉSULTATS EMPIRIQUES

PAPAILLIADIS⁸¹ trouve que la variable CAR pour toutes les firmes réunies est positive, donc l'impact positif d'une fusions est dans ce cas d'environ (+)2,5% sur le rendement des titres.

Cela est l'équivalent d'approuver l'hypothèse néo-classique de la firme voulant qu'une acquisition ait pour effet pressenti un accroissement du bien-être de ses actionnaires. Tandis que pour les firmes faisant partie du stade de croissance, la perte est d'environ (-)7,66%. Par contre, les firmes matures et en déclin observent une hausse de leur rendement de (+)6,16% et (+)0,07%, respectivement. Afin de s'assurer que l'impact des acquisitions des firmes n'est pas la même pour les firmes de stade de cycle de vie différent, l'hypothèse de l'homogénéité des variances des trois stades a été vérifiée, i.e. $\mu_1 = \mu_2 = \mu_3$. Où μ_1 , μ_2 , μ_3 ne sont que les moyennes des variances des variables CAR calculées dans les chapitre précédent. En somme, les variables CAR des trois groupes sont significativement différentes les unes des autres, et ce pour plus que la majorité des tests existant qu'il est possible de réaliser pour s'en assurer.

Interprétation des résultats

Les prédictions faites au moyen du modèle théorique présenté plus tôt par PAPAILLIADIS se sont avérées exactes. La ségrégation des firmes en trois grappes d'entreprises a permis de tester les hypothèses néo-classique et implicitement celle dite managériale de la firme. Les résultats obtenus par l'intermédiaire de la variable CAR, et ce pour les trois groupes, renforcent l'hypothèse néo-classique, c'est-à-dire qu'une prise de contrôle est entreprise dans le but de maximiser le bien-être des actionnaires.

Le stade de croissance

Les tendances du marché vont à l'encontre des décisions des firmes en croissance qui tentent de continuer leur croissance au moyen d'une acquisition, ce qui confirme les attentes théoriques du modèle financier et structurel de PAPAILLIADIS. Le but de l'entreprise qui se porte acquéreur est d'augmenter la valeur de la firme en diminuant le risque par la diversification des activités et une diminution des coûts par une expansion de la production. La variable CAR de ce stade est négative dans l'échantillon, ce qui nous indique que leur croissance n'était qu'une illusion ou erreur de jugement sur la valeur réelle de l'acquisition et qu'ils n'ont pas les moyens de restaurer l'efficacité dans des entreprises en difficulté, la charge étant trop grande.

Le stade de maturité

Les gestionnaires de firmes matures font des acquisitions dans le but d'accroître la valeur de la firme et non uniquement dans le but de faire grossir la taille de l'entreprise. Les résultats indiquent que les acquisitions par les firmes matures ont induit une hausse du risque corporatif et du flux d'argent anticipé, ce qui affecte la valeur de l'entreprise. La synergie, qu'elle soit organisationnelle ou financière finit par pousser la variable CAR à la hausse. De plus, les acquéreurs qui avaient une performance pré-acquisition plutôt fragile, ou qui avaient pris le contrôle de sociétés à forte croissance, ou encore qui ont fait l'acquisition d'une firme d'une autre industrie non-reliée, ont eu un rendement plus faible que les entreprises-

cibles. Il est donc plus sûr de dire que les prises de contrôle de ce type de firme au Canada ont été stimulées par le désir de diversification stratégique de la production ou d'accroissement du pouvoir de marché. Il est possible également que les acquisitions aient été réalisées dans le but de faire croître la valeur des titres possédés par les actionnaires qui en retireraient plus ainsi par des gains en capitaux moins taxés que les dividendes (au Canada), ce qui confirme les attentes théoriques proposées par PAPAILLIADIS.

Le stade de déclin

En situation de pré-acquisition, la stratégie semble positive, cependant la chute est d'autant plus forte l'année suivante, l'événement indiquant clairement l'incapacité pour ces firmes de créer une synergie quelconque au niveau des opérations fusionnées. La théorie avait prévu une hausse de la valeur de la firme dans le cas où une vente d'avoirs avait lieu de façon complémentaire à une acquisition, ce que les résultats empiriques de PAPAILLIADIS confirment. Une acquisition a un impact négatif sur la profitabilité d'une entreprise en phase de déclin, et donc sur le bien-être de ses actionnaires. Les résultats obtenus se corroborent, mais ne permettent pas de supporter la théorie néo-classique de la firme.

2.3 PROFITABILITÉ DES FUSIONS ET CYCLES DE VIE DE LA FIRME: gains et ratios

À présent, il sera question de vérifier les résultats obtenus par PAPAILLIADIS quant à la profitabilité des

acquisitions selon les stades du cycle de vie de l'entreprise. La technique employée ici est la même que celle utilisée par PAPAILLIADIS. Ce qui diffère, est l'échantillon d'acquéreurs. Étant donné que les rendements boursiers de certaines firmes de l'échantillon de PAPAILLIADIS n'étaient disponibles dans la banque de données de l'Université Laval (i.e. source principale de l'information), il fallut réestimer les gains boursiers d'un nouvel échantillon plus restreint (67 firmes au lieu de 98) afin de contrôler si les hypothèses de départ se vérifiaient toujours. La façon de s'y prendre a été de vérifier la corrélation pouvant exister entre les gains boursiers des acquisitions et les ratios ayant servi de critères de classification dans les diverses phases, soient certaines variables financières et structurelles du modèle théorique présenté plus tôt. Dans un premier temps, nous exécuterons les calculs menant à l'estimation des gains des fusions, puis par la suite nous ferons la régression de ces derniers sur les variables du modèle. Il sera possible ainsi de déterminer si la profitabilité des acquéreurs classés selon leur stade du cycle de vie est expliquée par les variables ayant servi à regrouper ces entreprises dans ces stades. Des résultats positifs ne remettraient pas en cause les conclusions de PAPAILLIADIS. Car pour corroborer les résultats présentés plus haut, les gains boursiers selon les stades devraient être expliqués par la variable ayant servi à classer les entreprises selon ces stades identifiés. C'est donc à partir de l'échantillon de PAPAILLIADIS que nous nous en sommes constitué un. La disponibilité des données boursières des entreprises retenues étant la principale raison.

Les entreprises retenues ici, au nombre de 67, ne

forment qu'une partie de l'échantillon de 95 firmes qu'avait retenu PAPAILLIADIS. Une liste de ces acquéreurs se retrouve dans l'ANNEXE A. Les gains des acquisitions que nous estimerons seront calculés au moyen de la méthodologie de l'économie financière au moyen du logiciel économétrique RATS, version 3.1.

Le gain boursier engendré par une fusion

Il a été question en premier d'estimer le rendement accru que procurait à l'acquéreur l'achat d'une autre firme. Une façon d'observer ces effets sur la valeur de la firme est de surveiller le rendement du titre boursier de l'acquéreur pendant une certaine période de temps entourant la date fatidique du fusionnement. L'argument principal des défenseurs de cette méthodologie, l'école de l'économie financière, justifie l'utilisation de ce marché comme baromètre des moindres chocs par le fait que les fluctuations du rendement des actions ordinaires traduit sans délai les anticipations autant que les impacts des événements sur la valeur des titres et donc de la firme concernée.

La technique empirique employée pour comptabiliser les gains des fusions consiste à estimer les rendements boursiers qui auraient normalement dû être observés si l'acquisition n'avait pas eu lieu. Puis il faut soustraire ces derniers aux rendements observés et nécessairement sous l'influence du choc en question. Pour ce faire, une régression de la forme:

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_j * R_{mt} + \epsilon_{jt}$$

est effectuée sur des périodes de 24 mois avant et après l'événement. La variable R_{jt} correspond au rendement du titre de

L'acquéreur] au temps (mois) t . R^m_t est le rendement du marché au temps (mois) t . Il faut noter que le rendement du marché utilisé ici est un rendement moyen de tous les titres cotés à la Bourse de Toronto. Il existe un certain nombre de rendements du marché boursier significativement différents, il se peut que celui employé ici diffère de celui employé par PAPAILLIADIS, ce dernier ne l'ayant pas spécifié dans son analyse. Nous sommes conscients que les résultats peuvent être affectés et des divergences entre nos résultats et les siens pourraient fausser les conclusions.

Les intervalles couverts par les régressions de part et d'autre de la date de fusion correspondent aux mois datés 13 à 36 (après) et -36 à -13 (avant). La période du fusionnement est le mois zéro (0). Nous obtiendrons les paramètres α et β pour chaque régression et pour chacune des entreprises de l'échantillon. En utilisant ces paramètres pour les périodes d'un an avant et d'un an après dans l'équation de régression décrite plus haut, nous obtiendrons les rendements attendus ou normaux du titre des acquéreurs. La différence entre les rendements observés de la variable R_{jt} observée et celle estimée (attendue) entourant la date de fusion (24 mois) donne l'impact d'une acquisition sur le prix des titres des acheteurs et donc sur le bien-être de leurs actionnaires.

À ce moment-ci de l'analyse un résidu pour chaque entreprise de l'échantillon pour chacun des douze mois précédents et suivant le mois de l'acquisition est estimé. La somme de ces résidus de part et d'autre du mois zéro correspond aux gains de fusionnement procurés avant et après l'événement. Puis, en

Ces résultats diffèrent quelque peu des estimations tant

En général, nous observons que les gains moyens des fusions que nous avons estimés sont plus élevés au cours de l'année suivant la date de la transaction. De plus, le rendement est plus élevé pour les firmes du stade de déclin ((+)163%, dont 66% avant et 97% après l'évènement) que pour tout autre stade. Cependant, il faut souligner que ce sous-échantillon de firmes ne contient que quatre entreprises, ce qui restreint l'importance relative qu'il faut porter à ces résultats. Les conclusions sur la nature des gains des deux autres stades considérés sont relativement plus révélatrices. Les firmes de la phase de maturité enregistrent des gains moyens constants avant et après l'évènement de l'ordre de (+)8,4% à (+)8,7%, respectivement. Quant à l'échantillon d'entreprises de la phase de croissance voit en moyenne son rendement cumulatif croître, bien que faiblement, de (+) 2,6% avant l'évènement, mais de (+)20% après.

STADES		INTERVALLES	
	AVANT	APRÈS	TOTAL
	(%)	(%)	(%)
CROISSANCE	2,6	20,0	22,6
MATURITE	8,4	8,7	17,1
DÉCLIN	66,0	97,0	163,0
TOTAL PONDERÉ	9,8	18,0	27,0

sommant ces gains par groupes de firmes faisant partie de la même phase du cycle de vie estimé par PAPAILLIADIS au moyen de son modèle financier et structurel et du regroupement en grappes, nous obtenons le gain moyen d'une fusion pour chaque stade pour trois périodes critiques (avant, après et au total):

empiriques que théoriques de PAPAILLIADIS. On se rappellera qu'il avait trouvé que les gains de toutes les périodes combinées de tout l'échantillon n'étaient que de (+)2,5% comparativement à nos résultats, (+)27%. De plus, des gains sont enregistrés pour les stades de maturité (6,16%) et de déclin (0,7%), par contre il a soutenu que les entreprises de la phase de croissance ont perdu (-)3,28% de leur valeur en moyenne. Dans ce dernier cas les gains totaux des firmes en croissance de notre échantillon s'élevait à (+)22,6%.

En somme, les conclusions empiriques obtenues de notre échantillon sont très différentes de celles de PAPAILLIADIS. Une explication de ces divergences est notamment que le choix de la variable rendement du marché peut avoir été calculée d'une façon différente de celle utilisée par PAPAILLIADIS, affectant ainsi les résultats. Dans l'expérience empirique que nous avons conduit, il s'agit d'un rendement du marché qui correspond à une moyenne pondérée du rendement des titres de tout le marché selon le poids de l'industrie correspondant à la firme. Cette raison est possible, car on ne peut soutenir cette allégation avec certitude, PAPAILLIADIS ne précisant pas quel rendement du marché ayant servi aux calculs. De plus, le fait de comparer deux échantillons quelque peu différents (en nombre, surtout) peut provoquer des erreurs. Et finalement, la classification des firmes dans les divers stades de cycle de vie ayant été faite à partir d'un échantillon composé d'un plus grand nombre d'entreprises, puis appliquée à notre échantillon plus restreint peut être une manœuvre inadéquate. Donc malgré ces différences, les résultats obtenus peuvent être considérés acceptables dans la mesure où la méthodologie employée est conforme à la technique

proposée par l'approche de l'économie financière et employée par PAAPILLIADIS.

Ces derniers résultats tentent de faire le pont entre les différents stades de cycle de vie des firmes et les gains possibles engendrés par un fusionnement. La recherche empirique a permis d'attribuer un pourcentage de croissance du rendement des titres des acquéreurs lors de ce genre de transaction, mais en tenant compte de l'impact que pourrait avoir le stade de cycle de vie dans lequel se trouve les firmes. Ces dernières ont donc été cataloguées dans ces phases suivant l'analyse des variables d'un modèle structurel du cycle de vie de la firme duquel ont été déduit l'impact d'un fusionnement sur la valeur de l'acquéreur. Il sera question à présent de relier la nature de ces variables aux gains créés par les fusions.

Les variables financières et les gains boursiers

Nous définirons brièvement en premier lieu les variables du modèle structurel du comportement de la firme et leur signification. Il en sera de même pour la relation "stade - profitabilité" des prises de contrôle, mais avec le souci de comparer nos propres résultats empiriques estimés plus haut aux attentes théoriques. Et finalement, une analyse économétrique permettra de déterminer l'équation de régression qui expliquerait le mieux les gains de fusionnement par les variables financières et structurelles proposées. Les paramètres empiriques de cette identité permettront de comparer les faits à la théorie quant à l'impact de chaque variables sur la profitabilité d'une fusion menée par une entreprise se trouvant dans un stade du cycle de

vie de la firme plutôt qu'un autre. Les phases considérées ici sont celles de croissance et maturité étant donnée la disponibilité d'observations. Voir l'ANNEXE C où les valeurs de ces variables (ou ratios) sont rapportées.

Les variables retenues dans l'analyse mesurent la performance financière et structurelle des entreprises, généralement un an avant la fusion. On sait que ces variables permettent de regrouper les entreprises de l'échantillon en grappes possédant des caractéristiques communes. Ainsi ces dernières définissent les frontières d'un stade plutôt qu'un autre du cycle de vie de la firme.

Les variables financières donnent la position relative de chaque firme par rapport à leur structure en capital, à leur position de liquidité, au fond de roulement et à leur politique de redistribution des dividendes. La structure en capital d'une firme est évaluée par la position de créance identifiée comme étant DTE et qui s'estime par le ratio des dettes de long terme sur la valeur marchande de l'avoir des actionnaires. On utilisera pour estimer la capacité d'endettement le ratio des charges en intérêts par rapport au revenu net d'opération. Cette dernière variable portera le sigle FCR dans notre analyse. Ces deux ratios correspondent à une mesure du risque financier de projets d'investissements.

La position de liquidité est un indice estimé par les ratios du fond de roulement et de trésorerie. Le premier (CR) correspond au avoirs courant divisés par la dette courante, tandis que le second (QR) est égal au rapport des avoirs courants

moins les inventaires et le tout divisé par la dette courante.

La politique de redistribution des dividendes se mesure par la répartition des profits entre les actionnaires de la firme et les investissements futurs. Le paiement des dividendes, DP , est la ratio des dividendes sur le revenu net. On utilise une seconde variable: DY , ou le rendement des avoirs des actionnaires, correspond aux dividendes divisés par la valeur marchande de l'avoir des actionnaires.

Il sera question à présent des variables structurelles qui regroupent les indices d'efficacité, de pouvoir de marché, de niveaux de risque et de croissance. L'efficacité sera mesurée par les résultats d'opération et la profitabilité relative. La marge bénéficiaire brut (AP) qui correspond au revenu net d'opération divisé les avoirs totaux est estimée. Il y a aussi le rendement brute du capital investi (ROA) qu'on estime par le ratio du revenu net sur les avoirs totaux. Tandis que le rendement net de l'avoir des actionnaires qui est égale au revenu net divisé par la valeur de remplacement de l'avoir des actionnaires porte le sigle ROVE.

Le pouvoir de marché est traduit dans l'estimation de la variable $MTOBV$ qui est une approximation de Q de Tobin, c'est-à-dire le coût d'opportunité d'investir dans du capital fixe neuf ou usagé. Cette variable correspond à la valeur marchande de l'avoir sur sa valeur de remplacement. De plus le rapport revenu net-valeur marchande des avoirs correspond quant à lui à une autre variable mesurant ce coût d'opportunité correspond au rendement sur la valeur marchande de l'avoir (ROME).

La variation reliée au rendement des valeurs mobilières d'une firme est utilisée dans cette analyse comme étant une mesure du risque de la firme. On identifiera cette variable par le sigle CV et se calculera comme ceci : écart-type du prix d'un titre/prix moyen du titre.

La croissance interne d'une firme sera comptabilisée quant à elle par deux variables : FAG et AG. La première correspond au taux de croissance pour les cinq dernières années des avoirs fixes, tandis que la seconde estime ce taux sur la même période pour les avoirs totaux.

TABLAU: Variables du modèle de décisions de la firme

Variables financières	Nom	Sigle
Structure en capital:	- Position de créance	DTE
	- Capacité d'endettement	FCR
	- Fond de roulement	CR
	- Fond de trésorerie	QR
Redistribution des revenus:	- Paiements en dividendes	DP
	- Rendement de l'avoir des actionnaires	DY
Variables structurelles		
Indice d'efficacité:	- Marge bénéficiaire	AP
	- Rendement brut du capital investi	ROA
	- Rendement net de l'avoir des actionnaires	ROVE
Pouvoir de marché:	- Coût d'opportunité de l'investissement	MVTOBV
	- Rendement du marché de l'avoir des actionnaires	ROMVE
Risque corporatif:	- Variation du rendement des titres	CV
	- Croissance de avoirs fixes	FAG
	- Croissance de avoirs totaux	AG

Le modèle théorique de PAPAILLIADIS a permis de dresser un portrait des firmes qui opèrent selon l'objectif de maximisation de leur valeur, c'est-à-dire du bien-être de leurs actionnaires. Or les firmes possédant les caractéristiques propres au stade de croissance du cycle de vie de l'entreprise supportent théoriquement cet objectif. Il faut cependant préciser que la valeur de la firme sera rehaussée suivant une acquisition si la politique d'investissements internes de cette dernière est maintenue au même taux. Donc une acquisition aura pour but théorique de faire croître la valeur d'une entreprise par des réductions du risque corporatif (diversification des activités) et des coûts de production. Dans la pratique, PAPAILLIADIS suggère que les entreprises en croissance voient leur valeur diminuer sous le choc de l'événement. Dans notre échantillon, nous trouvons également que les projections du modèle théorique se corroborent empiriquement. L'hypothèse néo-classique de la maximisation du bien-être des actionnaires par la réalisation d'une prise de contrôle est de nouveau corroborée.

Du côté du stade de maturité, la stabilité relative du taux de croissance de la firme et son risque stable et faible suggèrent fortement une politique d'investissements externes. Ceci serait le moyen de soutenir la croissance et ainsi maximiser la valeur de l'entreprise. L'outil par excellence pour atteindre cet objectif d'après le modèle théorique serait une acquisition corporative. Cette dernière engendrerait une hausse des recettes anticipées et du risque. Les recettes accrues permettent de hausser les profits et donc d'augmenter la redistribution de ces derniers sous forme de dividendes. L'impact est positif sur le bien-être des actionnaires.

Dans le cas de l'accroissement du risque corporatif, le coût d'opportunité du capital s'accroît et augmente ainsi le coût de l'emprunt. Cet effet est négatif sur le bien-être la valeur boursière des titres de la firme. L'impact total est positif sur la valeur de l'entreprise, l'effet des recettes plus grandes étant plus grand que celui du risque qui se contrôle grâce à une diversification des activités de l'entreprise. Les conclusions empiriques obtenus sur la profitabilité d'une fusion pour des firmes en phase de maturité correspondent à celles proposées par le modèle structurel de PAPAILLIADIS. Autant les résultats empiriques de ce dernier que ceux de notre échantillon ont soutenu qu'une fusion engendrait des gains pour les actionnaires de l'acquéreur et vérifiait l'hypothèse néo-classique de maximisation du bien-être des actionnaires.

Maintenant que la relation entre les stades du cycle de vie de l'entreprise (croissance, maturité) et la profitabilité a été établie tant empiriquement que théoriquement, nous tenterons de vérifier l'hypothèse qui lie les variables structurelles et financières (qui ont servi à identifier ces stades) aux gains issus d'une prise de contrôle. En fait, il s'agira de déterminer si les variables financières et structurelles sont significatives pour expliquer ces gains.

La façon de procéder sera de déterminer l'équation qui expliquera les gains des fusions. Il aurait été pertinent de prédire l'ordre de grandeur et le signe des paramètres de chacune de ces variables dans la régression, mais cette analyse irait bien au-delà des limites que s'est imposé ce travail de recherche et, surtout, pousserait les recherches vers un horizon plus

financier qu'économique. Nous nous contenterons donc de vérifier empiriquement si les variables du modèle structurel étudié influencent significativement ou non la profitabilité des fusions.

Les résultats économétriques que nous obtenons en faisant la régression des gains des fusions (que l'on identifiera par le sigle GAT) sur les variables financières et structurelles ne sont pas très satisfaisants. La première régression, où l'échantillon de 24 firmes en phase de croissance (voir TABLEAU DE RÉGRESSION: Stade de croissance) est retenu, démontre que les gains de fusionnement s'expliquent (R^2 corrigé = 0,87) par les variables du modèle. Le test de Fisher confirme cette tendance en soulignant que la régression dans son ensemble est significative. Ainsi, nous devons rejeter l'hypothèse nulle voulant que toutes les variables explicatives prises ensemble soient non significatives. Cependant, un certain nombre d'entre elles prises individuellement, six au total, ne sont pas significatives d'après le test de student. Il s'agit des variables DP, DY, ROBE, ROMVE, MVTORV, FAG. Il faut toutefois pondérer ces résultats en tenant compte du fait que le nombre d'observations (de firmes) est petit par rapport au nombre de variables explicatives. Ainsi, il est possible que les tests de student soient quelque peu biaisés étant donné le petit nombre de degrés de liberté (9). Il se peut que des six variables dites non significatives quelques unes ne le soient en réalité, mais ceci ne reste qu'une hypothèse.

Les résultats de la régression concernant l'échantillon d'entreprises en phase de maturité (voir TABLEAU DE RÉGRESSION:

Stade de maturité) ne sont pas aussi nuancés. En effet, les gains ne sont pas vraiment bien expliqués par les variables suggérées ($R^2=0,35$; R^2 corrigé $=-0,023$). On ne peut, également, rejeter l'hypothèse nulle suggérant que tous les paramètres sont égaux à zéro (Test Fisher). De plus, 12 (sauf DP et DY) des 14 variables doivent être rejetées individuellement selon la statistique du t-Student. La conclusion dans ce cas-ci soutient que seules les variables de politique de redistribution des profits sous forme de dividendes (DP;DY) sont pertinentes pour expliquer les gains des fusions de firmes matures.

TABLAU DE RÉGRESSION: Stade de croissance

LS // Dependent Variable is GAT

Date: 12-08-1991 / Time: 20:19

SMP range: 5 - 28

Number of observations: 24

VARIABLE COEFFICIENT STD. ERROR T-STAT. 2-TAIL SIG.

C	-0.264183	0.5082415	-0.5196709	0.616
AG	-2.9449193	0.8422692	-3.4964111	0.007
AP	-5.3880395	2.8299538	-1.9039319	0.089
CR	-0.3450731	0.1782193	-1.9362272	0.085
CV	1.5550731	0.6754505	2.3022754	0.047
DP	-0.5604721	1.4308258	-0.3917123	0.704
DTE	1.4694729	0.6695858	2.1945998	0.056
DY	-5.8118916	10.410692	-0.5582618	0.590
FAG	1.2843503	0.7892073	1.6273928	0.138
FCR	-5.9935934	1.9905330	-3.0110496	0.015
MWTOBV	0.1388014	0.1747297	0.7943777	0.447
QR	0.4268060	0.1730656	2.4661516	0.036
ROA	7.1141551	4.0125044	1.7729962	0.110
ROBE	2.2443582	1.6238877	1.3820895	0.200
ROME	4.0503590	2.6339228	1.5377668	0.158

R-squared 0.950609

Mean of dependent var 0.216449

S.D. of dependent var 0.695597

Sum of squared resid 0.549659

S.E. of regression 0.247130

Durbin-Watson stat 2.598494

Log likelihood 11.26361

F-statistic 12.37277

TABLEAU DE RÉGRESSION: Stade de maturité

LS // Dependent Variable is GAT
 Date: 12-08-1991 / Time: 20:18
 SMPLE range: 29 - 67
 Number of observations: 39

=====

VARIABLE	COEFFICIENT	STD. ERROR	T-STAT.	2-TAIL SIG.
----------	-------------	------------	---------	-------------

=====

C	-0.0668320	0.6555631	-0.1019460	0.920
AG	-0.0004180	2.2996849	-0.0001818	1.000
AP	-1.0596005	2.0022064	-0.5292164	0.602
CR	-0.1245317	0.1588310	-0.7840512	0.441
CV	0.2787745	0.7616638	0.3660073	0.718
DP	2.5795134	0.8983988	2.8712344	0.008
DTE	0.3077696	0.2902232	1.0604584	0.299
DY	-18.122402	7.9768133	-2.2718849	0.032
FAG	-1.5698689	2.4683607	-0.6359965	0.531
FCR	-0.5250446	0.7627456	-0.6883613	0.498
MVTOBV	-0.1638236	0.3127548	-0.5238086	0.605
QR	-0.0246129	0.2053131	-0.1198798	0.906
ROA	6.6365783	6.1476337	1.0795338	0.291
ROBE	-0.5954722	3.4924447	-0.1705030	0.866
ROMVE	3.7335248	4.1983255	0.8892890	0.383

=====

R-squared	0.353651	Mean of dependent var	0.158427
Adjusted R-squared	-0.023386	S.D. of dependent var	0.403213
S.E. of regression	0.407900	Sum of squared resid	3.993180
Durbin-Watson stat	2.038929	F-statistic	0.937973
Log likelihood	-10.89862		

=====

TABLEAU DE REGRESSION: Tout l'échantillon

LS // Dependent Variable is GVI
 Date: 12-05-1991 / Time: 21:02
 SMPLE range: 1 - 67
 Number of observations: 67

VARIABLE	COEFFICIENT	STD. ERROR	T-STAT.	2-TAIL SIG.
C	0.3779042	0.45229562	0.8343063	0.408
MVTOBV	-0.4077279	0.1980213	-2.0590105	0.045
ROBVE	4.4001852	1.8169623	2.4217262	0.019
ROMVE	-5.2280576	2.3968459	-2.1812239	0.034
AP	-1.3335578	1.8944261	-0.7039376	0.485
DP	0.9155261	0.8503232	1.0766801	0.287
DY	-10.857061	7.2965520	-1.4879715	0.143
QR	0.1021888	0.1773686	0.5761380	0.567
CR	-0.1152505	0.1545939	-0.7455051	0.459
FCR	-0.7550112	0.4959948	-1.5222161	0.134
AG	-1.8876166	1.2231614	-1.5432278	0.129
FAG	0.4860512	1.0692331	0.4545793	0.651
CV	0.7248214	0.4940563	1.4670825	0.148
ROA	8.5148323	3.6171696	2.3540042	0.022
DTE	0.9030369	0.2299452	3.9271837	0.000
R-squared	0.559985		Mean of dependent var	0.266961
Adjusted R-squared	0.441519		S.D. of dependent var	0.683331
S.E. of regression	0.510664		Sum of squared resid	13.56042
Durbin-Watson stat	1.745377		F-statistic	4.726983
Log Likelihood	-41.55138			

Ces résultats vont à l'encontre de ceux obtenus pour l'échantillon de croissance, alors qu'uniquement six variables étaient jugées non-pertinentes. Les conclusions auraient du être identiques, sinon très semblables en ce qui a trait aux ratios pertinents pour expliquer la profitabilité des acquéreurs. Rien dans un tel contexte ne peut être conclu quant à la pertinence des variables proposées pour expliquer un tel phénomène et donc pour classer les firmes dans les stades du cycle de vie de la firme. Nous avons régressé, également, les gains de toutes les fusions (tous les stades réunis), sur les 14 variables du modèle structurel (voir TABLEAU DE RÉGRESSION: Tout l'échantillon) pour conclure que ces dernières expliqueraient relativement bien la variable dépendante ($R^2=0,56$; R^2 corrigé=0,44), mais que 9 paramètres n'étaient pas significatifs. Il faut préciser que des variables retenues, trois (MVT0BV, ROVE et ROMVE) avaient été non-significatives dans la régression de l'échantillon-croissance, à savoir la régression la plus prometteuse. Ceci ne fait que rajouter à la confusion déjà importante. L'existence de résultats multiples et différents pour un seul et même problème nous amène à supposer qu'il n'y a pas lieu de croire à quelconque lien directe entre ces variables et la profitabilité d'une acquisition.

Or, il semble prudent de ne pas conclure sur l'ensemble de la problématique proposée par ces derniers calculs. Cependant, une recherche éventuelle sur le sujet pourrait porter sur la nature du lien existant entre ces variables et les gains des fusions selon les stades du cycle de vie de la firme; la preuve sur l'existence du lien gains-stade ayant déjà été prouvée.

3. CONCLUSION

Les prises de contrôle ont fait l'objet d'un nombre considérable d'études cherchant à en déterminer les causes, les conséquences et la profitabilité pour les parties impliquées ou encore pour la société toute entière. Les types de prises de contrôle considérées ici correspondent aux fusions proprement dites, de même qu'aux acquisitions.

La problématique de cette recherche est de prouver la profitabilité des fusions et acquisitions par la méthodologie de l'économie financière. L'hypothèse vérifiée s'inspire d'arguments de l'école de pensée néo-classique de la firme et s'énonce ainsi: la valeur de la firme qui en acquiert une autre se voit-elle accrue par la réalisation d'une F&A dans un contexte où le stade du cycle de vie de l'entreprise influence ces résultats. Il s'agit en d'autres termes de déterminer s'il y a amélioration ou détérioration du bien-être des actionnaires de l'acquéreur.

Le survol littéraire réalisé fait la distinction entre deux approches à ce sujet dont les motifs sont cependant les mêmes. Il y a l'école de l'organisation industrielle qui conclue essentiellement que les F&A n'accroissent pas les profits des acquéreurs. Ceci se vérifie sur une base de données structurelles ex post de l'évènement. L'école de l'économie financière propose quant à elle que l'étude d'observations ex ante provenant du marché boursier permette de conclure que la valeur de l'acheteur s'accroît grâce à une acquisition. Quant aux firmes-cibles, les résultats des deux approches confirment

La même chose, c'est-à-dire qu'il y a amélioration du bien-être des actionnaires.

Lorsque nous considérons les stades du cycle de vie de l'entreprise comme étant un facteur influençant sur la rentabilité des fusions, nous rejoignons les propos de PAPAILLIADIS décrits dans cette recherche. Ce dernier se propose d'estimer au moyen d'un modèle structurel du cycle de vie de la firme l'impact théorique d'une acquisition sur la valeur d'une entreprise selon le stade dans lequel l'entreprise se trouve. Puis la vérification empirique de ces projections théoriques est produite au moyen d'un échantillon de firmes canadiennes. La théorie est confirmée dans la pratique à une exception près. En effet, les gains des entreprises retenues sont positifs dans tous les cas (et dans le bon ordre de grandeur), sauf pour les firmes du stade de croissance. Dans un tel contexte, les résultats empiriques obtenus appuient malgré tout l'hypothèse de maximisation du bien-être des actionnaires, objectif promu par les dirigeants des entreprises.

Nous avons par la suite fait l'expérience au moyen d'un échantillon plus restreint d'entreprises canadiennes tirées de l'échantillon de PAPAILLIADIS. Nos résultats, contrairement à ceux de ce dernier, corroborent le modèle financier et structurel de décisions stratégiques de la firme dans le contexte du cycle de vie de l'entreprise. Des gains étaient alors réalisés par les stades de maturité et de croissance, mais en plus forte proportion pour cette dernière (avant et après la fusion). Les gains étant plus élevés après la date effective de fusion qu'avant, et ce pour les entreprises en croissance.

Tandis que la hausse du rendement reste notable, mais constante sur ces deux périodes pour le stade de maturité. Ensuite, nous avons tenté de vérifier le lien pouvant exister entre les variables financières et organisationnelles et les gains des F&A retirés par les acquéreurs. Les résultats n'ont pas été concluants dans ce cas-ci. Il n'a pas été possible de déterminer avec certitude quelles d'entre elles pouvaient être significatives pour expliquer le gain des acquisitions peu importe le stade du cycle de vie de l'entreprise.

Un prolongement de ce travail de recherche pourrait consister en l'évaluation qualitative et quantitative du lien entre les variables du modèle structurel et les gains des fusions. Il serait de plus intéressant d'estimer un rendement boursier du marché (R^m) qui correspondrait plus fidèlement au comportement des industries des firmes de l'échantillon retenu. Les gains estimés des F&A n'en seraient que plus réalistes, ce qui pourrait améliorer les résultats et permettre de conclure sur la nature de la relation "variables du modèle du cycle de vie - profitabilité des fusions".



FIRMES DE L'ÉCHANTILLON

ANNEXE A

FIRMES DE L'ÉCHANTILLON

No	Nom de la firme
1.	GALTAO INC
2.	INTERMETCO LTD
3.	NATIONAL SEA PRODUCTS
4.	VARITY CORP
5.	BATON BROADCASTING LTD
6.	CHUM LTD
7.	CANADIAN MARCONI LTD
8.	DYLEX LTD
9.	FLEET AEROSPACE CORP.
10.	GANDALF INC
11.	GSM INC
12.	HALEY INDUSTRIES LTD
13.	LAILAW TRANSPORT. LTD
14.	LUMONICS INC
15.	MDS HEALTH GROUP LTD
16.	MACLEAN HUNTER LTD
17.	NOMA INDUSTRIES LTD
18.	PROVIGO INC
19.	PEERLESS CARPET LTD
20.	QUEBECOR INC
21.	SCINTREX LTD
22.	SHT SYSTEMHOUSE INC
23.	SPAR AEROSPACE LTD
24.	SCOTT'S HOSPITALITY INC
25.	THOMSON NEWSPAPERS
26.	TRIMAC LTD
27.	THE TORONTO SUN PUB CORP
28.	UNICAN SECURITY SYSTEMS LTD
29.	ACKLAND'S LTD
30.	ATCO LTD
31.	BOMBARDIER INC
32.	BRIGHT, T.G. & Co. LTD
33.	CARA CORP.
34.	CONSUMER PACKAGING
35.	CANRON INC.
36.	CANADIAN MANOIR IND. INC
37.	R.L. CRAIN LTD
38.	DOFASCO LTD
39.	DOMINION TEXTILE
40.	EMCO LTD
41.	FEDERAL INDUST. LTD
42.	FINNING LTD
43.	GRAFTON GROUP
44.	HAYES-DANA INC
45.	HARRIS STEEL GROUP
46.	IMASCO LTD
47.	IPSCO INC
48.	IVACO INC
49.	JANNOCK LTD
50.	JOHN LABBAL LTD

No Nom de la firme

51.	LOGISTEC CORP.
52.	THE OSHAWA GROUP
53.	PHILIPS CABLES LTD
54.	RED PATH INDUSTRIES LTD
55.	ROLAND INC
56.	SHAW INDUSTRIES LTD
57.	SHEPHERD PRODUCTS LTD
58.	SILCORP LTD
59.	SELKIRK COMMUNICATIONS LTD
60.	SLATER INDUSTRIES INC
61.	ST. LAWRENCE CEMENT INC
62.	SOUTHAM INC
63.	STANDARD BROADCASTING CORP.
64.	D.A. STUART LTD
65.	VAP INC
66.	V.S. SERVICES LTD
67.	GEORGE WESTON LTD

Répartition des firmes de l'échantillon en stades:

1. Stade de déclin: Firmes numérotées de 1 à 4.
2. Stade de croissance: Firmes numérotées de 5 à 28.
3. Stade de maturité: Firmes numérotées de 29 à 67.

ANNEXE B
RÉSULTATS DES TROIS RÉGRESSIONS
TENTANT D'EXPLIQUER LES GAINS PAR LES VARIABLES

LS // Dependent Variable is GAT
 Date: 12-08-1991 / Time: 20:19
 SMPL range: 5 - 28
 Number of observations: 24

=====

VARIABLE	COEFFICIENT	STD. ERROR	T-STAT.	2-TAIL SIG.
----------	-------------	------------	---------	-------------

=====

C	-0.2641183	0.5082415	-0.5196709	0.616
AG	-2.9449193	0.8422692	-3.4964111	0.007
AP	-5.3880395	2.8299538	-1.9039319	0.089
CR	-0.3450731	0.1782193	-1.9362272	0.085
CV	1.5550731	0.6754505	2.3022754	0.047
DP	-0.5604721	1.4308258	-0.3917123	0.704
DTE	1.4694729	0.6695858	2.1945998	0.056
DY	-5.8118916	10.410692	-0.5582618	0.590
FAG	1.2843503	0.7892073	1.6273928	0.138
FCR	-5.9935934	1.9905330	-3.0110496	0.015
MVTOBV	0.1388014	0.1747297	0.7943777	0.447
QR	0.4268060	0.1730656	2.4661516	0.036
ROA	7.1141551	4.0125044	1.7729962	0.110
ROBE	2.2443582	1.6238877	1.3820895	0.200
ROME	4.0503590	2.6339228	1.5377668	0.158

R-squared	0.950609	Mean of dependent var	0.216449
Adjusted R-squared	0.873778	S.D. of dependent var	0.695597
S.E. of regression	0.247130	Sum of squared resid	0.549659
Durbin-Watson stat	2.598494	F-statistic	12.37277
Log likelihood	11.26361		

=====

LS // Dependent Variable is CAT
 Date: 12-08-1991 / Time: 20:18
 SMPL range: 29 - 67
 Number of observations: 39

=====

VARIABLE	COEFFICIENT	STD. ERROR	T-STAT.	2-TAIL SIG.
----------	-------------	------------	---------	-------------

=====

C	-0.0668320	0.6555631	-0.1019460	0.920
AG	-0.0004180	2.2996849	-0.0001818	1.000
AP	-1.0596005	2.0022064	-0.5292164	0.602
CR	-0.1245317	0.1588310	-0.7840512	0.441
CV	0.2787745	0.7616638	0.3660073	0.718
DP	2.5795134	0.8983988	2.8712344	0.008
DTE	0.3077696	0.2902232	1.0604584	0.299
DY	-18.122402	7.9768133	-2.2718849	0.032
FAQ	-1.5698689	2.4683607	-0.6359965	0.531
FCR	-0.5250446	0.7627456	-0.6883613	0.498
MVTOBV	-0.1638236	0.3127548	-0.5238086	0.605
QR	-0.0246129	0.2053131	-0.1198798	0.906
ROA	6.6365783	6.1476337	1.0795338	0.291
ROBE	-0.5954722	3.4924447	-0.1705030	0.866
ROMVE	3.7335248	4.1983255	0.8892890	0.383

R-squared	0.353651	Mean of dependent var	0.158427
Adjusted R-squared	-0.023386	S.D. of dependent var	0.403213
S.E. of regression	0.407900	Sum of squared resid	3.993180
Durbin-Watson stat	2.038929	F-statistic	0.937973
Log likelihood	-10.89862		

=====

LS // Dependent Variable is GAT
 Date: 12-05-1991 / Time: 21:32
 SMPLE range: 1 - 67
 Number of observations: 67

=====

VARIABLE	COEFFICIENT	STD. ERROR	T-STAT.	2-TAIL SIG.
C	0.3779042	0.45229562	0.8343063	0.408
MWTOBV	-0.4077279	0.1980213	-2.0590105	0.045
ROBVE	4.4001852	1.8169623	2.4217262	0.019
ROMVE	-5.2280576	2.3968459	-2.1812239	0.034
AP	-1.3335578	1.8944261	-0.7039376	0.485
DP	0.9155261	0.8503232	1.0766801	0.287
DY	-10.857061	7.2965520	-1.4879715	0.143
QR	0.1021888	0.1773686	0.5761380	0.567
CR	-0.1152505	0.1545939	-0.7455051	0.459
FGR	-0.7550112	0.4959948	-1.5222161	0.134
AG	-1.8876166	1.2231614	-1.5432278	0.129
FAG	0.4860512	1.0692331	0.4545793	0.651
CV	0.7248214	0.4940563	1.4670825	0.148
ROA	8.5148323	3.6171696	2.3540042	0.022
DTE	0.9030369	0.2299452	3.9271837	0.000

R-squared	0.559985	Mean of dependent var	0.266961
Adjusted R-squared	0.441519	S.D. of dependent var	0.683331
S.E. of regression	0.510664	Sum of squared resid	13.56042
Durbin-Watson stat	1.745377	F-statistic	4.726983
Log Likelihood	-41.55138		

=====

ANNEXE C
VARIABLES STRUCTURELLES ET FINANCIÈRES
DU MODELE DE PAPAILLIADIS POUR NOTRE ECHANTILLON DE FIRMES

obs	DTE	FCR	CR	QR	DP	DY
1	1.690000	0.550000	1.134000	0.666000	0.000000	0.000000
2	1.250000	1.330000	1.910000	0.880000	0.450000	0.028000
3	1.710000	0.227000	2.060000	0.780000	0.100000	0.019800
4	1.000000	0.430000	1.570000	0.863000	0.000000	0.000000
5	0.037000	0.023000	1.170000	0.080700	0.213000	0.016300
6	0.003000	0.005000	2.345000	2.345000	0.140000	0.014000
7	0.030000	0.005000	2.632000	1.890000	0.213000	0.037000
8	0.230000	0.150000	2.060000	0.940000	0.009000	0.002000
9	0.081000	0.096000	2.202000	1.014000	0.087000	0.012000
10	0.049000	0.022000	3.270000	2.307000	0.000000	0.000000
11	0.032000	0.185000	2.267000	1.260000	0.000000	0.000000
12	0.006000	0.001000	4.500000	3.090000	0.350000	0.030000
13	0.230000	0.103000	3.190000	3.000000	0.158000	0.014000
14	0.045000	0.007000	3.130000	2.090000	0.000000	0.000000
15	0.122000	0.120000	2.880000	2.610000	0.150000	0.017000
16	0.440000	0.198000	1.870000	1.660000	0.360000	0.060000
17	0.016000	0.074000	1.940000	0.850000	0.150000	0.038000
18	0.340000	0.211000	1.140000	0.640000	0.200000	0.026000
19	0.450000	0.254000	1.510000	0.530000	0.103000	0.021000
20	0.170000	0.125000	1.060000	0.700000	0.130000	0.014000
21	0.000000	0.022000	2.720000	1.550000	0.000000	0.000000
22	0.035000	0.208000	2.060000	2.020000	0.000000	0.000000
23	0.037000	0.166000	1.300000	0.880000	0.186000	0.016000
24	0.750000	0.210000	1.020000	0.930000	0.188000	0.028000
25	0.060000	0.030000	1.900000	1.770000	0.390000	0.042000
26	0.765000	0.128000	1.440000	1.160000	0.095000	0.020000
27	0.189000	0.080000	2.700000	2.580000	0.105000	0.014000
28	0.390000	0.180000	1.710000	0.640000	0.082000	0.008000
29	0.364000	0.524000	1.670000	1.000000	0.270000	0.032000
30	0.637000	0.338000	1.290000	0.838000	0.120000	0.028000
31	0.245000	0.126000	1.628000	0.735000	0.160000	0.024600
32	0.097000	0.197000	2.200000	0.545000	0.200000	0.020000
33	1.200000	0.358000	0.725000	0.480000	0.222000	0.044000
34	0.093000	0.120000	1.620000	0.600000	0.450000	0.069000
35	0.540000	0.264000	2.580000	1.560000	0.229000	0.020000
36	0.000100	0.000000	2.220000	1.400000	0.080000	0.020000
37	0.002000	0.002000	2.870000	2.380000	0.450000	0.071000
38	0.300000	0.118000	3.590000	1.740000	0.394000	0.036000
39	0.604000	0.225000	2.470000	0.480000	0.406000	0.047000
40	0.530000	0.285000	2.200000	1.030000	0.400000	0.038000
41	0.614000	0.278000	1.653000	1.190000	0.185000	0.019000
42	0.710000	0.580000	1.900000	0.960000	0.250000	0.025000
43	0.180000	0.107000	2.300000	1.330000	0.171000	0.032000
44	0.236000	0.158000	2.452000	0.857000	0.450000	0.049000
45	0.071000	0.107000	1.520000	0.760000	0.200000	0.040000
46	0.255000	0.126000	1.470000	0.417000	0.277000	0.056000
47	0.422000	0.192000	3.700000	1.830000	0.700000	0.038000
48	1.430000	0.340000	2.730000	0.723000	0.213000	0.039000
49	0.107000	0.114000	1.580000	0.910000	0.252000	0.051000
50	0.425000	0.145000	1.670000	0.986000	0.373000	0.036000

obs	DTE	FCR	CR	QR	DP	DY
51	0.680000	0.188000	1.640000	1.640000	0.480000	0.059000
52	0.175000	0.084000	1.580000	0.650000	0.176000	0.029000
53	0.056000	0.051000	2.570000	1.180000	0.450000	0.083000
54	0.300000	0.182000	2.290000	2.030000	0.170000	0.037000
55	0.320000	0.157000	2.090000	1.010000	0.340000	0.052000
56	0.006000	0.073000	1.650000	1.170000	0.160000	0.028000
57	0.124000	0.127000	2.770000	1.240000	0.180000	0.027000
58	0.500000	0.220000	0.940000	0.440000	0.360000	0.024000
59	0.252000	0.197000	1.660000	1.580000	0.280000	0.036000
60	0.397000	0.188000	2.600000	0.875000	0.046000	0.044000
61	2.020000	0.350000	2.600000	1.580000	0.240000	0.044000
62	0.315000	0.337000	1.150000	0.700000	0.450000	0.045000
63	0.067000	0.054000	1.520000	1.360000	0.430000	0.041000
64	0.054000	0.001000	1.800000	0.840000	0.193000	0.024000
65	0.240000	0.136000	2.110000	0.710000	0.260000	0.032000
66	0.094000	0.022000	1.870000	1.570000	0.263000	0.036000
67	0.900000	0.176000	1.320000	0.450000	0.200000	0.024000

obs	AP	ROA	ROMVE	ROBVE	MVTOBV	DQ
1	0.07100	-0.00400	-0.05100	0.03100	0.61000	0.00000
2	0.09700	0.01300	0.05900	0.03800	0.56000	0.00000
3	0.14400	0.02800	0.18900	0.15000	0.79000	0.00000
4	0.08500	0.00300	0.01200	0.10000	0.83000	0.00000
5	0.23000	0.09500	0.07500	0.17500	2.60000	1.00000
6	0.28000	0.11500	0.09500	0.14800	1.89000	1.00000
7	0.27000	0.14200	0.17200	0.27800	2.08000	1.00000
8	0.18000	0.09200	0.20600	0.29000	1.69000	1.00000
9	0.13000	0.06200	0.14000	0.12300	1.57000	1.00000
10	0.18000	0.07500	0.03800	0.18100	2.92000	1.00000
11	0.11000	0.08300	0.12500	0.14200	1.13600	1.00000
12	0.22000	0.08500	0.08400	0.15000	2.15000	1.00000
13	0.21300	0.07300	0.09000	0.18500	2.03700	1.00000
14	0.17700	0.05400	0.03900	0.08000	2.60000	1.00000
15	0.23000	0.08400	0.14400	0.21800	2.59000	1.00000
16	0.24200	0.08000	0.16400	0.39600	3.43000	1.00000
17	0.29500	0.13900	0.25600	0.32000	2.10000	1.00000
18	0.16100	0.05300	0.20600	0.34100	2.13900	1.00000
19	0.17300	0.03900	0.12800	0.13700	1.06000	1.00000
20	0.14300	0.06300	0.10300	0.21300	2.64000	1.00000
21	0.14300	0.07400	0.06500	0.11100	1.73000	1.00000
22	0.31700	0.26500	0.12800	0.47100	3.67000	1.00000
23	0.12300	0.03200	0.08500	0.11500	1.72000	1.00000
24	0.22100	0.06600	0.15000	0.27500	2.07000	1.00000
25	0.30800	0.15300	0.10700	0.27700	2.79000	1.00000
26	0.32000	0.08000	0.21600	0.45000	2.17000	1.00000
27	0.19500	0.07360	0.13500	0.30200	1.22000	1.00000
28	0.19000	0.05900	0.09700	0.19700	2.20300	1.00000
29	0.08500	0.03900	0.12000	0.10700	0.87000	0.00000
30	0.17600	0.04700	0.23000	0.26300	1.36000	1.00000
31	0.12800	0.03820	0.14000	0.12000	0.97000	0.00000
32	0.15400	0.05600	0.10200	0.09100	0.90700	0.00000
33	0.26000	0.05500	0.20000	0.20000	1.00000	1.00000
34	0.23000	0.07800	0.15400	0.16500	1.16000	1.00000
35	0.11200	0.03000	0.08750	0.08000	0.91000	0.00000
36	0.17000	0.08800	0.22000	0.27500	1.25000	1.00000
37	0.22500	0.10300	0.15700	0.15800	0.97600	0.00000
38	0.12100	0.04800	0.09300	0.11000	0.87000	0.00000
39	0.13400	0.03300	0.11500	0.08900	0.84000	0.00000
40	0.12000	0.03100	0.09100	0.08800	1.09000	1.00000
41	0.11700	0.03000	0.10300	0.12000	1.39000	1.00000
42	0.14000	0.03800	0.10900	0.11700	1.24000	1.00000
43	0.33000	0.09300	0.19000	0.23400	1.35000	1.00000
44	0.17500	0.04800	0.10800	0.11000	1.37000	1.00000
45	0.11000	0.02100	0.12400	0.08000	0.83300	0.00000
46	0.16000	0.08200	0.20300	0.28800	1.58000	1.00000
47	0.08300	0.02100	0.05300	0.03900	0.73000	0.00000
48	0.10700	0.02700	0.15400	0.15400	1.00000	1.00000
49	0.15200	0.10700	0.20200	0.25400	1.42000	1.00000
50	0.18800	0.05600	0.09800	0.17400	1.51000	1.00000

obs	AP	ROA	ROMVE	ROBVE	MVTOBV	DQ
51	0.165000	0.052000	0.122000	0.154000	1.280000	1.000000
52	0.177000	0.074800	0.163000	0.185000	1.415000	1.000000
53	0.181000	0.114000	0.210000	0.170000	0.800000	0.000000
54	0.180000	0.104000	0.217000	0.191000	0.880000	0.000000
55	0.142000	0.051000	0.153000	0.118000	0.940000	0.000000
56	0.220000	0.105000	0.170000	0.170000	1.000000	1.000000
57	0.194000	0.069000	0.149000	0.107000	0.718000	0.000000
58	0.103000	0.014000	0.071000	0.057000	0.910000	0.000000
59	0.161000	0.080000	0.122000	0.152000	0.137000	1.000000
60	0.115000	0.044000	0.095000	0.095000	1.000000	1.000000
61	0.187000	0.042000	0.180000	0.135000	0.750000	0.000000
62	0.232000	0.077000	0.100000	0.200000	2.000000	1.000000
63	0.315000	0.122000	0.095000	0.193000	2.020000	1.000000
64	0.146000	0.068000	0.123000	0.122000	0.960000	0.000000
65	0.135000	0.057000	0.120000	0.141000	1.300000	1.000000
66	0.193000	0.081200	0.138000	0.155000	1.470000	1.000000
67	0.154000	0.038000	0.125000	0.171000	1.550000	1.000000

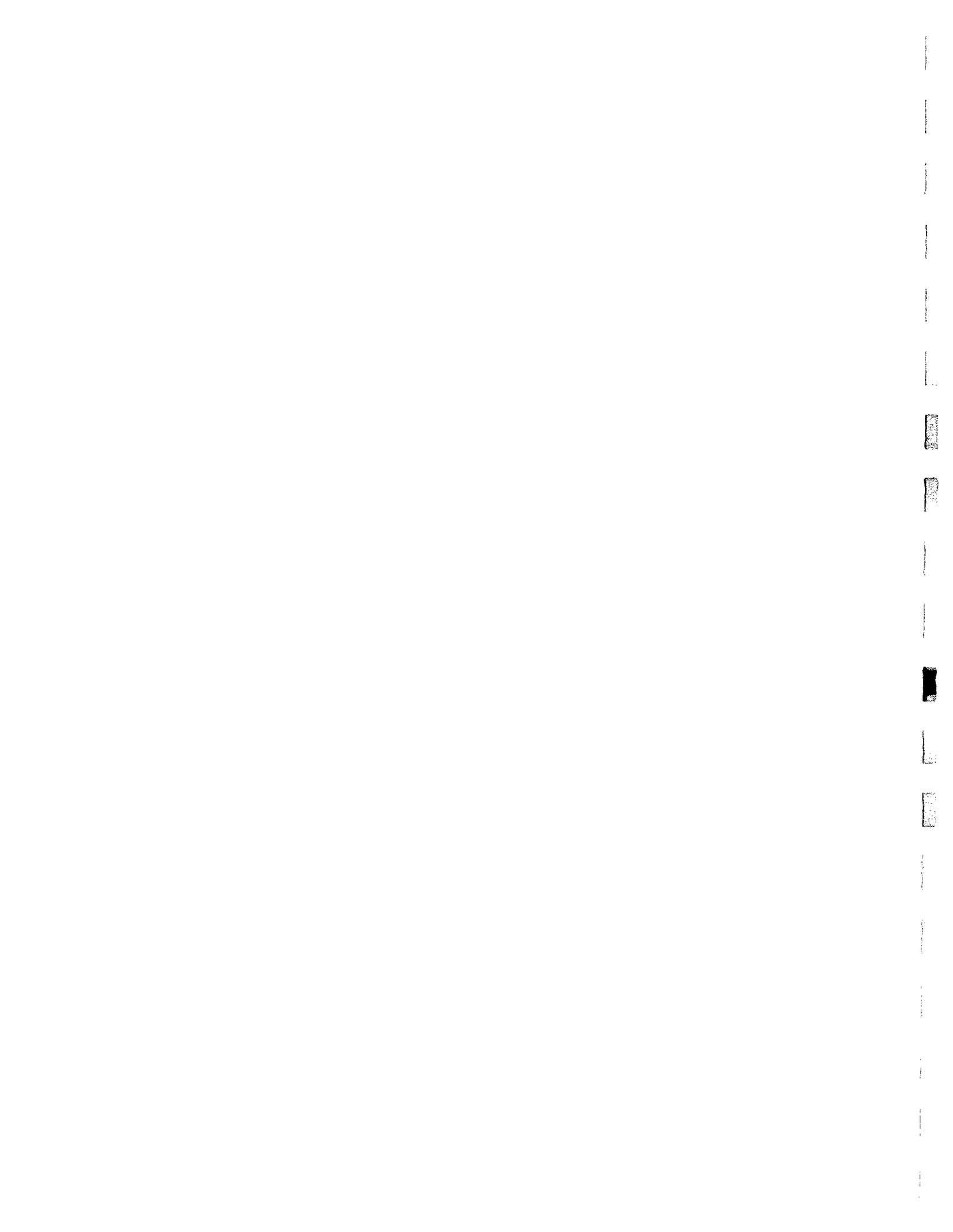
obs	CV	FAG	AG
1	0.422000	-0.020000	0.020000
2	0.395000	-0.200000	-0.150000
3	0.623000	-0.020000	-0.060000
4	0.699000	-0.144000	-0.140000
5	0.286000	0.144000	0.080000
6	0.228000	0.189000	0.120000
7	0.418000	0.230000	0.220000
8	0.310000	0.100000	0.150000
9	0.524000	0.144000	0.105000
10	0.255000	0.800000	0.450000
11	0.580000	0.120000	0.130000
12	0.326000	0.110000	0.110000
13	0.530000	0.350000	0.400000
14	0.253000	0.750000	0.750000
15	0.627000	0.180000	0.260000
16	0.430000	0.350000	0.320000
17	0.543000	0.050000	0.150000
18	0.465000	0.420000	0.450000
19	0.707000	0.055000	0.081000
20	0.450000	0.330000	0.280000
21	0.365000	0.060000	0.120000
22	0.755000	0.500000	0.200000
23	0.397000	0.180000	0.360000
24	0.478000	0.080000	0.110000
25	0.270000	0.087000	0.145000
26	0.506000	0.240000	0.280000
27	0.410000	0.200000	0.300000
28	0.671000	0.390000	0.310000
29	0.190000	0.045000	0.080000
30	0.280000	0.138000	0.116000
31	0.400000	0.065000	0.065000
32	0.166000	0.026000	0.078000
33	0.373000	0.120000	0.150000
34	0.407000	0.050000	0.090000
35	0.250000	-0.010000	-0.010000
36	0.259000	0.075000	0.065000
37	0.362000	0.021000	0.042000
38	0.290000	0.070000	0.040000
39	0.233000	0.080000	0.020000
40	0.359000	0.120000	0.090000
41	0.265000	0.120000	0.240000
42	0.500000	0.060000	0.040000
43	0.282000	0.050000	0.060000
44	0.276000	0.010000	0.040000
45	0.593000	0.140000	0.140000
46	0.390000	0.140000	0.140000
47	0.425000	0.060000	0.040000
48	0.307000	0.130000	0.140000
49	0.460000	0.050000	0.020000
50	0.214000	0.120000	0.140000

obs	CV	FAG	AG
51	0.140000	0.060000	0.110000
52	0.341000	0.050000	0.080000
53	0.285000	0.015000	0.025000
54	0.290000	-0.080000	-0.030000
55	0.290000	0.050000	0.070000
56	0.260000	0.045000	0.060000
57	0.400000	0.010000	0.030000
58	0.230000	0.015000	0.020000
59	0.280000	0.144000	0.160000
60	0.345000	0.060000	0.000000
61	0.142000	0.040000	0.050000
62	0.321000	0.135000	0.160000
63	0.294000	0.180000	0.170000
64	0.108000	0.030000	0.030000
65	0.235000	0.180000	0.180000
66	0.165000	0.180000	0.144000
67	0.255000	0.120000	0.100000

ANNEXE D
GAINS BOURSIERS DES ACQUISITIONS
GAP: gain après l'évènement
GAV: gain avant l'évènement
GAT: gain sur toute la période

obs	GAP	GAT	GAV
1	2.431600	3.385353	0.953753
2	0.317449	0.650827	0.333378
3	0.728717	2.023127	1.294410
4	0.392012	0.453680	0.061668
5	0.123475	0.195772	0.072297
6	0.392275	0.218322	-0.173953
7	0.565155	0.917704	0.352549
8	0.446170	0.378582	-0.067588
9	0.223101	-0.018724	-0.241825
10	0.318444	0.312995	-0.005449
11	-0.031645	0.054351	0.575151
12	0.158684	-0.203541	-0.362225
13	0.085273	0.064916	-0.020356
14	-0.834296	-1.219250	-0.384950
15	0.382488	0.589976	0.207488
16	-0.004986	0.015051	0.020037
17	0.546476	0.685005	0.138529
18	0.277880	0.116556	-0.161324
19	0.464056	-0.250470	-0.714526
20	-0.030023	-0.032398	-0.293957
21	-0.046586	0.169250	0.215836
22	1.110810	2.150780	1.039970
23	-0.870681	-1.370662	-0.499981
24	0.528052	0.892443	0.364391
25	0.323271	0.137754	-0.185517
26	0.471089	1.013378	0.542289
27	0.254522	0.509876	0.255354
28	-0.087618	-0.132879	-0.045261
29	0.124175	0.010309	-0.113866
30	0.499708	0.060401	0.104298
31	-0.519962	0.136797	0.656759
32	0.351997	0.521374	0.169377
33	0.332103	0.517357	0.185254
34	0.357372	0.198944	-0.158428
35	0.289010	0.527093	0.238083
36	0.049605	-0.171783	-0.221388
37	0.031037	0.048074	0.017037
38	0.294669	-0.170171	-0.464840
39	0.454283	0.022283	-0.432000
40	-0.212642	0.040867	0.253509
41	-0.025021	-0.214468	-0.189447
42	-0.080788	-0.316711	-0.235922
43	0.248722	0.151498	-0.097224
44	0.273008	0.193686	-0.079319
45	-0.633786	-0.186720	0.447066
46	0.352244	0.791567	0.439323
47	0.724195	1.189721	0.465526
48	-0.507813	-0.797521	-0.289708
49	0.179464	0.561495	0.382031
50	0.233541	0.031338	-0.202203

obs	GAP	GAT	GAV
51	0.030172	0.263953	0.203781
52	0.282137	0.069848	-0.212289
53	-0.129538	0.078165	0.207703
54	0.415442	0.928438	0.512993
55	-0.036191	-0.403009	-0.366818
56	-0.174744	0.440508	0.615252
57	0.342734	0.135993	-0.206741
58	0.288994	0.323577	0.034583
59	-0.059213	0.135387	0.194600
60	-0.480081	-0.513638	-0.033558
61	0.335813	0.819867	0.484054
62	-0.565676	0.043075	0.608747
63	0.179492	0.107321	-0.072172
64	-0.269964	0.088349	0.358313
65	0.336634	0.703116	0.366482
66	0.295816	0.091653	-0.204163
67	-0.200659	-0.279390	-0.078740



REFERENCES

1. D. C. MUELLER (1989), p.1.
2. M. C. JENSEN et R. S. RUBACK (1983), p.5.
3. S. A. ROSS et R. W. WESTERFIELD (1987), p.669.
4. A. TARASOFSKY et R. COVARI (1991), p.13.
5. Op. cit. p.667.
6. S. A. ROSS et R. W. WESTERFIELD (1987), loc. cit..
7. Op. cit. p.668.
8. Ibid.
9. Op. cit. p.669.
10. Ibid.
11. A. TARASOFSKY et R. COVARI (1991), loc. cit..
12. M. C. JENSEN et R. S. RUBACK (1983), p.7.
13. R. MORCK et al. (1988), p.101.
14. A. TARASOFSKY et R. COVARI (1991), p.20.
15. R. E. CAVES (1989), p.153; et A. TARASOFSKY et R. COVARI (1991), p.3.
16. A. TARASOFSKY et R. COVARI (1991), p.21.
17. R. E. CAVES (1989), p.152; et A. TARASOFSKY et R. COVARI (1991), p.3.
18. M. C. JENSEN et R. S. RUBACK (1983), p.23.
19. R. SCHLEIFER et D. SUMMERS (1988), p.33.
20. A. TARASOFSKY et R. COVARI (1991), p.15.
21. Op. cit. p.2.
22. M. C. JENSEN et R. S. RUBACK (1983), p.24.
23. S. A. ROSS et R. W. WESTERFIELD (1988), p.675.
24. A. TARASOFSKY et R. COVARI (1991), p.13.
25. H. ODAGIRI et T. HASE (1989), 68.
26. D. J. RAVENSCRAFT et F. M. SCHERER (1987), p.3.
27. M. DUTZ (1989), p.11.
28. Op. cit., p.18.
29. A. TARASOFSKY et R. COVARI (1991), p.24.
30. D. J. RAVENSCRAFT et F. M. SCHERER (1987), p.2.
31. Op. cit. p.3.
32. D. C. MUELLER (1989), p.1.
33. A. TARASOFSKY et R. COVARI (1991), p.22.
34. Op. cit. p.3; et R. SCHLEIFER et D. SUMMERS (1988), p.34.
35. A. TARASOFSKY et R. COVARI (1991), p.24.
36. Op. cit. p.2.
37. R. E. CAVES (1989), p.170.
38. Op. cit. p.158.
39. Op. cit. p.160.
40. D. J. RAVENSCRAFT et F. M. SCHERER (1987), p.122.
41. A. PAPAILLIADIS (1991), p.17.
42. Op. cit., p.21.
43. Op. cit., p.19.
44. Op. cit., p.18.
45. Op. cit., p.19.
46. Op. cit., p.22.
47. Ibid.
48. Op. cit., p.19.
49. D. C. MUELLER (1989), p.4.
50. Op. cit. p.171.

51. D. J. RAVENSCRAFT et F. M. SCHERER (1987), p.6.
52. A. PAPAILLIADIS (1991), p.26.
53. Op. cit., p.24.
54. Op. cit., p.23.
55. Op. cit., p.27.
56. Op. cit., p.24.
57. Ibid.
58. Op. cit., p.32.
59. Ibid.
60. Op. cit., p.33.
61. Ibid.
62. Op. cit., p.36.
63. Ibid.
64. Op. cit., p.38.
65. D. J. RAVENSCRAFT et F. M. SCHERER (1987), p.122.
66. R. SCHLEIFER et D. SUMMERS (1988), p.35.
67. M. C. JENSEN et R. S. RUBACK (1983), p.23.
68. R. SHLEIFER et D. SUMMERS (1988), p.42.
69. R. E. CAVES (1989), p.155.
70. M. FRANKS et al. (1991), p.83.
71. M. C. JENSEN et R. S. RUBACK (1983), p.26.
72. M. C. JENSEN et R. S. RUBACK (1983), p.12.
73. Op. cit. p.13.
74. Op. cit. p.12.
75. M. FRANKS et al. (1991), p.81.
76. Op. cit. p.82.
77. M. C. JENSEN et R. S. RUBACK (1983), p.11.
78. A. PAPAILLIADIS (1991).
79. Op. cit., pp.67-74.
80. Op. cit., pp.78-83.
81. Op. cit., p.87.



BIBLIOGRAPHIE

AUERBACK, A. J., Corporate Takeovers: Causes and Consequences. U. Chicago Press, Chicago, 1988, 343 pages.

AUERBACK, A. J. et J. REISHUS, «The Effect of Taxation on the Merger Decision», Corporate Takeovers. A. J. Auerback, 1988, pp. 157-179.

BROWN, M. ET S. C. MEDOFF, «The Impact of Firm Acquisition on Labor», Corporate Takeover. A. J. Auerback, 1988, pp. 9-31.

CAVES, R. E., «Mergers, Takeovers and Economic Efficiency: Foresight and Hindsight», International Journal of Industrial Organization. 7, 1989, pp. 151-174.

DUTZ, M., «Horizontal Mergers in Declining Industries: Theory and Evidence», International Journal of Industrial Organization. 7, 1989, pp. 11-33.

FRANKS, J.; R. HARRIS et S. TITMAN, «The Postmerger Share-Price Performance of Acquiring Firms», Journal of Financial Economics. 29, 1991, pp. 81-96.

HASBROUCK, J., «The Characteristics of Takeovers Targets: q and Other Measures», Journal of Banking and Finance. 9, 1985, pp. 351-362.

JARRELL, G.A.; J. A. BRICKLEY et J. M. NETTER, «The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence since 1980», Journal of Economic Perspectives. 2, no 1, hiver 1988, pp. 51-63.

JENSEN, M. C., «Takeovers: Their Causes and Consequences», Journal of Economic Perspectives. 2, no 1, hiver 1988, pp. 21-50.

JENSEN, M. C., Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and the Market for Takeovers, American Economic Review. 76, 1986, pp. 323-329.

JENSEN, M. C. et S. RUBACK, «The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence», Journal of Financial Economics. 11, 1983, pp. 5-50.

LANG, L. H.; R. M. STULZ et R. A. WALKLING, Managerial Performance, Tobin's Q, and the Gains from Successful Tender Offers, Journal of Financial Economics. 24, 1989, pp. 137-154.

MEKES, G. et J. G. MEKES, «Profitability Measures of Post-Merger Efficiency», Journal of Industrial Economics. 29, no 4, Juin 1981, pp. 335-344.

- MORCK, R., A. SHLEIFER ET R. W. VISHNY, « Characteristics of Hostile and Friendly Takeovers », Corporate Takeovers. A. J. Auerback, 1988, pp. 101-129.
- MUELLER, D. C., « MERGERS: Causes, Effects and Policies », International Journal of Industrial Organization. 7, 1989, pp. 1-10.
- ODAGIRI, H. ET T. HASE, « Are Mergers and Acquisitions Going to Be Popular in Japan Too? », International Journal of Industrial Organization. 7, 1989, pp. 49-72.
- PALEPU, K. G., « Consequences of Leverage Buyouts », Journal of Financial Economics. 27, 1990, pp. 247-262.
- PAPAILLIADIS, A., The Acquisition Decision in Canada: A Firm Life-cycle Perspective. Thèse doctorale, Université de Montréal, 1991, 156 pages.
- PASHLEY, M. M. ET G. C. PHILIPPAOS, « Voluntary Divestitures and Corporate Life-cycle: Some Empirical Evidence », Applied Economics. 22, 1990, pp. 1181-1196.
- RAVENSCHRAFF, D. J. ET F. M. SCHERER, Mergers, Sell-Offs, and Economic Efficiency. Brooking Inst., Washington, 1987, 290 pages.
- ROSETT, J. G., « Do Union Wealth Concession Explain Takeover Premiums? », Journal of Financial Economics. 27, 1990, pp. 263-282.
- ROSS, S. ET R. W. WESTERFIELD, Corporate Finance. Times Mirror/Mosby, Toronto, 1988, 857 pages.
- SCHERER, F. M., « Corporate Takeovers: The Efficiency Argument », Journal of Economic Perspective. 2, no 1, hiver 1988, pp. 63-82.
- SCHERER, F. M., Industrial Market Structure and Economic Performance. Houghton Mifflin, Boston, 1980, 632 pages.
- SHLEIFER, R. ET D. SUMMERS, « Breach of Trust in Hostile Takeovers », Corporate Takeovers, A. J. Auerback, 1988, pp. 33-48.
- SHLEIFER, A. ET R. W. VISHNY, « Value Maximisation and Acquisition Process », Journal of Economic Perspective. 2, no 1, hiver 1988, pp. 7-21.
- STULZ, R. M. ET R. A. WALKLING, « Managerial Performance, Tobin's Q, and The Gains from Successful Tender Offers », Journal of Financial Economics. 24, 1989, pp. 137-154.

TARASOFSKY, A. ET R. COVARI, Fusions et acquisition de sociétés: le point sur la rentabilité. Ministère des Approvisionnement et Services Canada, Conseil Economique du Canada, Ottawa, 1991, 53 pages.

WILLIAMSON, O. E., « The Modern Corporation: Origins, Evolution, Attributes », Journal of Economic Literature, 19, décembre 1981, pp. 1537-1568.

BIBLIOGRAPHIE DE PAPALILIADIS

- DEWING, The Performance of Mergers, Journal of Financial Economics. 11, 1983, pp.72-97.
- DODD, Takeovers Premiums, Journal of Economic Perspective. 2, no 2, 1988, pp.23-44.
- ECKBO, The Acquisition Process in Corporate Business, Journal of Industrial Economics. 31, no 3, 1983, pp.36-52.
- ELBERT, Economic Efficiency of Sell-offs, Journal of Financial Economics. 27, 1990, pp. 154-182.
- HALPERN, Mergers and Acquisitions, Applied Economics. 18, 1986, pp. 560-591.
- HOGARTY, A Study of Gains from Mergers, Journal of Finance. 36, 1981, pp.265-298.
- KELLY, An Economic disturbance Theory of Mergers, Quarterly Journal of Economics. 113, 1979, pp.234-267.
- MANDERLKER, Risk and Return: The case of Merging Firms, Journal of Financial Economics. 1, 1974, pp.110-120.
- MCCONNELL et MUSCARELLA, Dealing with Conglomerate Mergers, Journal of Finance. 26, 1971, pp.937-946.
- MITCHELL et LEHN, Mergers, Managers and the Economy, Journal of Management. 13, 1984, pp.46-65.
- REID, Strategic Goals and Operational Problems: The Implementation Gap of Mergers, Journal of Economic Perspective. 2, 1988, pp.17-29.
- SCHIPPER et THOMPSON, Mergers and the Market for Corporate Control, Journal of Political Economy. 73, 1965, pp.110-120.
- SINGH et MONTGOMERY, Takeovers, Economic Natural Selection, and the Theory of the Firm, Economic Journal. 85, 1975, pp.497-515.

WESTON et MANSIGHKA, Tests of the Efficiency Performance of Acquired Firms, Journal of Finance. 26, 1971, pp.919-936.

YOUNG, The Hurbis Theory of Corporate Takeovers in Practice, Journal of Business. 59, 1986, pp.197-216.

