

**UNIVERSITÉ DU QUÉBEC EN OUTAOUAIS**

**ESSAI**  
**L'IMPACT DES FACTEURS ESG SUR LES OPÉRATIONS DE FUSIONS-  
ACQUISITIONS APRÈS  
INTRODUCTION EN BOURSE**

**PRÉSENTÉ COMME EXIGENCE PARTIELLE DE LA MAÎTRISE EN  
ADMINISTRATION DES AFFAIRES (MBA)**

**PAR**  
**SANDRA KINGSBURY**

**SOUS LA SUPERVISION DE**  
**SALMA BEN AMOR**  
Professeure en finance au département des sciences administratives

JANVIER 2023

**TABLE DES MATIÈRES**

<b>INTRODUCTION</b> .....	4
<b>SECTION 1 : REVUE DE LA LITTÉRATURE</b> .....	8
1. Les facteurs ESG .....	8
2. Les opérations de fusions-acquisitions après introduction en bourse .....	12
3. Les facteurs ESG et les opérations de fusions-acquisitions après IPO .....	13
<b>SECTION 2 : MÉTHODOLOGIE DE RECHERCHE</b> .....	15
1. Choix de la méthode de recherche .....	15
2. Échantillonnage .....	16
2.1. <i>Choix de l'échantillon</i> .....	16
2.2. <i>Méthode de collecte des données</i> .....	16
<b>SECTION 3 : RÉSULTATS DES ANALYSES</b> .....	17
1. Statistiques descriptives .....	17
2. Résultats univariés .....	23
3. Résultats multivariés.....	25
<b>CONCLUSION</b> .....	30
<b>ANNEXE 1 : RECHERCHE PAR MOTS-CLÉS</b> .....	32
<b>ANNEXE 2 : DESCRIPTION DES VARIABLES</b> .....	35
<b>RÉFÉRENCES</b> .....	36

**LISTE DES TABLEAUX ET DES FIGURES**

<b>Tableau 1</b> : Répartition des fréquences par année d'introduction en bourse (IPO) .....	19
<b>Figure 1</b> : Distribution par industrie.....	20
<b>Tableau 2</b> : Statistiques descriptives .....	22
<b>Tableau 3</b> : Analyse univariée : facteurs ESG et le nombre de F&A dans les 5 ans après IPO .....	24
<b>Tableau 4</b> : Analyse univariée : facteurs ESG et F&A la première année après IPO ...	25
<b>Tableau 5</b> : Régression logistique modèle 1 : activités de fusions-acquisitions dans les 5 ans après IPO .....	28
<b>Tableau 6</b> : Régression logistique modèle 2 : activités de fusions-acquisitions la première année après IPO .....	29

## INTRODUCTION

Au cours des dernières années, il a été aisé de constater que la population est devenue plus consciente vis-à-vis de certains enjeux. Des domaines qui étaient, il y a plusieurs années, marginalisés ou jugés insignifiants sont actuellement en pleine croissance et constituent maintenant des sujets récurrents de l'actualité. Les facteurs environnementaux, sociétaux et de gouvernance (ESG) en font partie, ceux-ci étant désormais très présents dans l'actualité financière, mais pas seulement. On est au point où le fait de ne pas prendre en compte les facteurs ESG dans la gestion d'entreprise est devenu un risque (Décary, 2021). L'investissement responsable par l'engagement actionnarial, entre autres, est un élément qui ne peut être négligé lorsqu'on parle des facteurs ESG. C'est une pratique qui consiste notamment, pour l'actionnaire, à faire usage de son droit de vote lors des assemblées, à utiliser le dialogue et les propositions d'actionnaires afin de sensibiliser l'entreprise à différents enjeux et, dans le cas où l'entreprise reste campée sur ses positions, l'investisseur peut considérer l'option du désinvestissement (DGIA, 2021). D'ailleurs, il ne faut pas oublier que certains investisseurs adoptent des stratégies ESG dédiées qui « sont des processus d'investissement davantage basés sur des règles et qui peuvent investir dans des thèmes spécifiquement liés à la durabilité » (Ward, 2019, p. 4).

Les facteurs ESG sont des éléments susceptibles d'influencer la performance des entreprises notamment parce qu'ils englobent plusieurs concepts tels que les réglementations environnementales, la gestion des déchets, la santé et la sécurité au travail, la rémunération, etc. D'ailleurs, au sein des entreprises américaines, le sujet du changement climatique grimpe en importance, observable notamment par le nombre de résolutions d'actionnaires portant sur le sujet (Ward, 2019). « Nous anticipons une intensification des politiques gouvernementales à mesure que

les menaces environnementales grandissent» (Ward, 2019, p. 3), ce qui implique que les entreprises devront se conformer à ces nouvelles politiques.

Ces stratégies d'investissements *ESG dédiée* gagnent en importance lorsqu'une entreprise envisage de lever des fonds par le biais d'une introduction en bourse (IPO). Chaque entreprise dispose d'un plan et entretient une motivation derrière l'introduction en bourse qu'on peut habituellement retrouver dans son prospectus. Dans les travaux de Brau et Fawcett (2006), la réalisation d'opérations de fusions-acquisitions (F&A), l'obtention d'un prix ou d'une valeur de marché pour l'entreprise et l'augmentation de la notoriété représentent les trois motivations principales pour conduire une IPO. Certaines entreprises vont également utiliser les fonds levés pour les investir en recherche et développement, ou encore faire des investissements en immobilisations (*Capital expenditures-CapEX*). Cependant, les opérations de fusions-acquisitions demeurent la motivation principale (Celikyurt, Sevilir, & Shivdasani, 2010).

Les entreprises qui cherchent à accéder à des capitaux par l'entremise d'une introduction en bourse devraient être particulièrement sensibles au fait que les questions environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) font désormais partie intégrante de leur stratégie d'investissement et de financement, étant donné qu'elles sont liées directement à leurs niveaux de risque et de performance. De plus, avec l'importance mondiale grandissante accordée à la nécessité de fournir un rapport non financier par les entreprises publiques, l'intérêt global des investisseurs se dirige vers les compagnies qui fournissent une vision transparente sur leur stratégie ESG. Les entreprises nouvellement cotées seront bientôt comparées et en concurrence avec les entreprises qui disposent déjà de rapports solides sur leur stratégie ESG. En effet, certains investisseurs ne considèrent que les entreprises qui répondent à certains critères ESG, ce qui a un impact direct sur l'accès aux capitaux. Une étude menée par la firme PwC en 2017 confirme ainsi que les

investisseurs associent la qualité de gestion d'une entreprise à la qualité de ses rapports. Un manque de clarté sur les questions ESG pourrait soulever des questions sur sa viabilité à long terme au moment où celle-ci se prépare à construire un historique de performance financière. Faire l'effort d'inclure l'information sur la stratégie ESG dans le prospectus contribue certainement à souligner la capacité de l'équipe dirigeante à identifier et à gérer les risques non financiers et à indiquer que l'entreprise est bien préparée pour répondre aux exigences du rapport annuel de la première année dans le cadre du régime de divulgation des sociétés ouvertes.

Nous nous intéressons, dans ce travail de recherche, aux opérations de fusions-acquisitions comme motivation pour s'introduire en bourse. Plusieurs travaux antérieurs ont tenté d'expliquer si les opérations de fusions-acquisitions faites dans la période suivant l'introduction en bourse affectent la performance des IPOs. Les travaux de Ben Amor et Kooli (2016) montrent que les entreprises introduites en bourse qui mènent plus qu'une F&A la première année après IPO enregistrent une performance nettement inférieure à celles qui entreprennent seulement une opération de F&A. Brau, Couch et Sutton (2012), pour leur part, ont montré que les entreprises qui menaient une F&A dans l'année suivant leur IPO réalisaient une performance plus faible à long terme après la première année que celles qui n'avaient pas effectué de F&A.

Cependant, les facteurs ESG n'ont pas été traités dans la littérature pour expliquer les opérations de fusions-acquisitions après IPO. En fait, le processus d'introduction en bourse implique une grande quantité d'informations fournies au public à travers le prospectus d'introduction en bourse. Étant donné que, ces dernières années, une plus grande importance est accordée aux critères liés à l'environnement, au social et à la gouvernance par les investisseurs et la communauté financière en général, les entreprises préparant leur introduction en bourse ont intérêt à divulguer l'information sur leurs stratégies ESG. Dans ce travail de recherche, nous

essayons d'évaluer le lien qui pourrait exister entre la divulgation de cette information relative aux facteurs ESG et la probabilité de s'impliquer dans des opérations de F&A dans les cinq ans après IPO.

Dans cette étude, nous contribuons à combler les lacunes existantes dans la littérature financière par l'introduction de nouveaux facteurs qui peuvent expliquer l'activité de F&A après introduction en bourse en analysant le prospectus de 847 entreprises américaines introduites en bourse entre 2010 et 2020.

Nos résultats montrent que la divulgation de l'information sur les facteurs ESG augmente significativement la probabilité qu'une entreprise introduite en bourse s'engage dans une ou plusieurs opérations de fusions-acquisitions dans les cinq ans après IPO. En étudiant l'impact de chaque facteur pris indépendamment sur l'activité de F&A après IPO, nous constatons que la divulgation des stratégies en matière de gouvernance joue le plus grand rôle dans l'explication des opérations de F&A suivant l'introduction en bourse.

Ce travail de recherche est organisé comme suit : dans la première section, la revue de la littérature sur les facteurs ESG et les opérations de F&A après IPO est présentée. La seconde section expose la méthodologie de recherche utilisée et la sélection de données. Dans la troisième section, les résultats obtenus sont dévoilés. Finalement, la dernière section est consacrée à notre conclusion pour cette étude.

## SECTION 1 : REVUE DE LA LITTÉRATURE

### 1. Les facteurs ESG

Les facteurs environnementaux, sociétaux et de gouvernance sont de plus en plus présents dans la littérature. L'environnement englobe ce qui touche à la protection de l'environnement, notamment les changements climatiques, la gestion des déchets et la pollution, de même que les réglementations environnementales, etc. (RBC, 2019 ; Ward, 2019). Hénisz, Koller et Nuttall (2019) lient notamment le critère environnement à l'utilisation d'énergie et de ressources et aux conséquences de cette utilisation sur autrui, que ce soient les humains ou les animaux. Le facteur société implique quant à lui tout ce qui touche les droits, le bien-être et les intérêts des employés, des clients et des collectivités. On y trouve donc les conditions de travail, les enjeux de santé et sécurité, la prise en compte des collectivités locales telles que les autochtones, etc. (RBC, 2019 ; Ward, 2019). Finalement, le facteur de gouvernance relève des pratiques de gouvernance ; « c'est le système interne de pratiques, de contrôles et de procédures que votre entreprise adopte pour se gouverner, prendre des décisions efficaces, se conformer aux lois et répondre aux besoins des parties prenantes externes » (Hénisz et al., 2019, p. 1). Dans cette catégorie figurent la rémunération des dirigeants, la corruption, la structure du conseil d'administration (CA), etc. (RBC, 2019 ; Ward, 2019).

Les facteurs ESG sont devenus importants dans la prise de décision des dirigeants, notamment parce que de plus en plus d'investisseurs adoptent des stratégies d'investissement axées sur les critères ESG. Un article du journal *Les Affaires* mentionne que « de plus en plus d'investisseurs canadiens laissent parler leur conscience dans leurs placements » (La Presse Canadienne, 2021). Dans le même ordre d'idées, Chalmers, Cox et Picard (2021) de la firme PwC ont mené un sondage en septembre 2021 auprès de 325 investisseurs provenant de différentes



régions du globe. Ce sondage a révélé que plus ou moins 80 % des investisseurs sondés accordent de l'importance aux facteurs ESG dans la prise de leurs décisions d'investissement. En outre, ce sondage a révélé que 70 % des répondants considèrent que les facteurs ESG « devraient figurer dans les objectifs de rémunérations des dirigeants » et que près de la moitié envisage l'option du désinvestissement pour les entreprises qui ne considèrent pas suffisamment les facteurs ESG. Kerzérho (2021) a étudié l'offre étendue de FNB qui sont axés sur les facteurs ESG et leur montée en croissance et a montré que plus un FNB est lié aux critères ESG, plus son rendement différera de celui du marché. Dans un autre article du journal *Les Affaires* de Décary (2021), Bouchra M'zali aborde la prise de conscience des entreprises vis-à-vis des facteurs ESG et le fait que de ne pas en tenir compte se révèle être un risque pour l'entreprise.

Henisz et al. (2019) ont montré que parmi les raisons qui expliquent l'intérêt des dirigeants pour les facteurs ESG figure la création de valeur pour l'entreprise, notamment parce qu'ils facilitent la croissance de premier plan en octroyant un meilleur accès aux ressources dû, entre autres, à l'établissement de meilleures relations avec les organismes gouvernementaux. Un autre point souligné par les auteurs est que bon nombre de consommateurs sont prêts à payer plus pour un produit écoresponsable si la performance du produit est au rendez-vous. Ensuite, sur le plan des frais d'exploitation, il est mentionné que de bonnes pratiques ESG peuvent aider à limiter leur augmentation dont la réduction de la consommation d'énergie fait partie. Henisz et al. (2019) invoquent d'autres raisons de s'intéresser aux facteurs ESG, c'est-à-dire que l'intégration de ceux-ci peut aider à minimiser les interventions réglementaires et juridiques, à gonfler la productivité des employés et à optimiser les investissements et les dépenses en capital.

Plusieurs travaux ont été réalisés sur les facteurs ESG, notamment en ce qui concerne la réputation de l'entreprise et les impacts d'une couverture médiatique négative en lien avec les

différents facteurs ESG. En effet, Wong et Zhang (2022) montrent, en utilisant un échantillon de 331 517 observations mensuelles d'entreprises américaines cotées en bourse, sur une période de janvier 2007 à décembre 2018, que les déclarations médiatiques négatives sur les facteurs ESG ont un effet significativement négatif sur la valeur de l'entreprise. Cependant, cet effet varie selon la taille de l'entreprise, son industrie d'appartenance, etc. Cette étude met de l'avant le fait que les investisseurs considèrent la réputation corporative comme un actif intangible non négligeable dans leurs décisions d'investissements. Ford, Gehricke et Zhang (2022) se sont intéressés à la relation potentielle entre les facteurs ESG et le sentiment des investisseurs à court terme sur les marchés d'options. Leur étude a été menée sur 527 entreprises américaines notées sur leur performance ESG et qui avaient des marchés d'options actifs en utilisant une approche de portefeuille. Leurs résultats ont montré que les entreprises du portefeuille ayant le score ESG le plus élevé bénéficient d'un sentiment des investisseurs significativement plus optimiste que les entreprises du portefeuille ayant le score ESG le plus bas. Ensuite, à l'aide d'une approche multivariée, ils ont montré que le facteur E ainsi que celui des controverses relatives aux facteurs ESG sont les deux seuls facteurs qui sont significatifs sur le plan du sentiment des investisseurs sur les marchés d'options. Shanaev et Ghimire (2021) ont réalisé quant à eux une étude qui aborde l'impact des fluctuations dans les notations ESG et ils ont montré que lorsque les notations évoluent vers le bas, le cours des actions en subit lui aussi les effets en évoluant dans le même sens, ce qui indique que les investisseurs considèrent les notations ESG dans leur décision d'investissement.

Cortez, Andrade et Silva (2022) se sont intéressés à la performance environnementale et financière des investissements dans les entreprises d'énergies vertes et non vertes européennes qui sont notées. Ils ont composé des portefeuilles d'actions d'entreprise d'énergie verte et des portefeuilles d'entreprises non vertes et ont conclu que la performance financière des portefeuilles

d'énergie verte était supérieure au marché général. Naeem, Cankaya et Bildik (2022) se sont penchés pour leur part sur l'impact des scores ESG des entreprises des secteurs sensibles à l'environnement sur la performance financière de celles-ci ainsi que sur la différence d'impact de la performance ESG sur la performance financière entre les pays développés et les pays émergents. Leurs résultats montrent qu'un score ESG plus élevé a un effet positif sur la rentabilité et contribue significativement à l'augmentation de la valeur marchande de l'entreprise. De plus, leurs résultats révèlent que l'impact des scores ESG sur la performance financière est plus fort dans les pays développés que dans les pays émergents et que les performances ESG sont plus reconnues dans les pays développés. Shin, Moon et Kang (2023), quant à eux, ont étudié le rôle modérateur de la culture d'un pays dans la relation entre la performance ESG et la performance financière. Avec un échantillon composé de 4978 entreprises provenant de 48 pays et s'étalant sur 17 ans, ils ont montré que les performances ESG influencent la performance financière des entreprises différemment selon les aspects culturels des pays. Par exemple, leurs résultats ont dévoilé que la relation entre les performances ESG et la performance financière est plus forte dans les sociétés individualistes et masculines, ce qui implique que les entreprises opérant dans ces sociétés ont plus de chances de bénéficier positivement de l'intégration des facteurs ESG dans leur stratégie.

Díaz, Ibrushi et Zhao (2021) se sont intéressés aux scores ESG afin d'expliquer les différences de rendement pendant la pandémie de COVID-19. Leurs travaux montrent que, pendant la période liée à la COVID-19, les entreprises avec des scores ESG élevés ont présenté une performance supérieure à l'indice S&P 500 et qu'au contraire, les entreprises avec des scores ESG faibles ont réalisé une performance en deçà de l'indice S&P 500. Ils ont également révélé que l'ESG pourrait être un nouveau facteur systémique, s'ajoutant aux facteurs traditionnels du

modèle Fama-French. Leur étude soutient également l'importance de la prise en compte des facteurs ESG dans les décisions d'investissement.

## **2. Les opérations de fusions-acquisitions après introduction en bourse**

Les opérations de fusions-acquisitions visent à regrouper deux entreprises en une seule entreprise. La fusion survient lorsque deux entreprises prennent la décision de former une nouvelle entreprise alors qu'une acquisition se produit lorsqu'une des deux entreprises achète l'autre (BDC, s. d.). Les avantages des opérations de fusions-acquisitions sont multiples. Elles permettent notamment d'obtenir des avantages stratégiques et opérationnels tels que l'accès à de nouveaux marchés, d'augmenter les capacités de production, d'obtenir un plus grand pouvoir d'achat rendant les économies d'échelle plus accessibles, etc. (BDC, s. d.). En 2021, le marché des F&A a atteint une valeur de 2800 milliards de dollars américains, et ce, seulement pour la première moitié de l'année (Venne, 2021).

Comme mentionné précédemment, Brau et Fawcett (2006) ont montré que l'intention principale derrière une IPO est souvent celle d'acquérir des fonds afin de mener une ou plusieurs opérations de fusions-acquisitions. Dans cette même étude, ils ont également observé que les introductions en bourse venaient aider l'entreprise dans ses activités d'acquisition plutôt que de placer celle-ci dans une position où elle pourrait être acquise. Brau et al. (2012) ont révélé avec un échantillon de 3 547 IPOs que les entreprises qui menaient une F&A dans l'année suivant leur IPO réalisaient une performance à long terme significativement plus faible après la première année que les IPOs qui n'ont pas procédé à une F&A la première année. Les travaux de Ben Amor et Kooli (2016), quant à eux, ont montré que la performance à long terme d'une entreprise qui acquiert plusieurs autres entreprises n'est pas affectée négativement lorsque celle-ci procède à sa première acquisition, mais qu'elle l'est dès la deuxième. Les auteurs ont également montré que les

acquéreurs fréquents ont moins de chances de survie que les acquéreurs uniques dans les cinq années suivant l'IPO.

En outre, Ben Amor et Kooli (2017) ont observé que les IPO avec une sous-évaluation initiale plus élevée ont plus de chances de mener des opérations de fusion-acquisition. Leurs résultats ont aussi montré que les IPO soutenues par du capital-risque ont plus tendance à s'engager dans des opérations de fusions-acquisitions que les IPO qui ne sont pas soutenues par du capital-risque. Celikyurt, Sevilir et Shivdasani (2010) ont abordé l'accès aux opérations de fusions-acquisitions comme étant l'avantage premier d'une introduction en bourse. Leurs résultats dévoilent que les entreprises nouvellement publiques sont des acquéreurs fréquents : plus de 30 % des entreprises mènent au moins une opération de F&A dès la première année de l'IPO et 77 % des entreprises ont mené au moins une opération de F&A dans les cinq années suivant l'IPO. De plus, Celikyurt et al. (2010) confirment également que les entreprises ayant une sous-évaluation initiale plus importante lors de l'IPO ont davantage tendance à mener des opérations de fusions-acquisitions.

### **3. Les facteurs ESG et les opérations de fusions-acquisitions après IPO**

Baker, Boulton, Braga-Alves et Morey (2021) ont constaté, dans une étude composée de 7446 IPOs provenant de 36 pays sur une période de 2008 à 2018, que les entreprises privées des pays qui ont mis en place des pratiques de gestion du risque et des politiques relatives aux facteurs ESG sont moins affectées par la sous-évaluation lors de l'IPO. Ils ont aussi montré que les entreprises avec des scores ESG plus élevés sont moins sous-évaluées lors de leur introduction en bourse puisque les scores élevés sont liés à une réduction de l'asymétrie d'information. Wang, Wang, Xu et Cheng (2022), de leur côté, ont étudié les IPOs vertes et non vertes en Chine et ont révélé que

les IPOs vertes sont moins sous-évaluées et ont une efficacité de tarification plus forte que les IPOs non vertes qui serait due à la conscience écologique des différents acteurs du marché.

Caiazza, Galloppo & Paimanova (2021), quant à eux, ont montré que dans les opérations de fusion-acquisition, les facteurs de durabilité sont corrélés de façon significative avec la performance à long terme, ce qu'ils ont également observé par l'amélioration des ratios financiers à long terme. Barros, Matos, Sarmiento et Vieira (2022), pour leur part, confirment avec un échantillon s'étalant de 2002 à 2020 que les opérations de F&A influencent positivement le score ESG des entreprises, mais cette influence ne surviendrait que l'année suivante. Leurs travaux ont également observé que les grandes entreprises ont tendance à performer davantage que les autres en matière de score ESG, et ce, dans les trois piliers. Caiazza et al. (2021) confirment aussi l'influence positive des F&A sur le score ESG.

D'autres travaux portent sur le temps nécessaire pour mener à terme une opération de fusions-acquisitions. Cardillo et Harasheh (2022) ont montré que la présence d'écarts de performance importants en matière de durabilité entre les entreprises acquéreuses et les entreprises cibles avant la transaction de F&A retardait la clôture de celle-ci. Leurs résultats suggèrent que les entreprises ayant un score ESG plus élevé, qui sont donc plus durables, effectueraient des contrôles plus sévères avant de mener à bien une opération de F&A, ce qui augmenterait le temps nécessaire pour conclure la transaction. Leurs résultats montrent également que les entreprises cibles subissant une augmentation de leur score ESG entraînent une diminution du temps nécessaire pour réaliser la transaction. Cardillo et Harasheh (2022) se sont aussi intéressés aux différences d'orientations ESG des entreprises et ont constaté que les différences liées aux facteurs social et de gouvernance étaient plus probables d'entraîner une augmentation du temps nécessaire pour

clôturer la transaction alors qu'une différence de performance sur le plan du pilier environnemental n'influencerait pas la rapidité de la transaction.

Contrairement à l'effet d'une fusion-acquisition sur le score ESG, l'apport des facteurs ESG dans la réussite des opérations de fusions-acquisitions demeure peu exploré. Dans cette étude, nous tentons d'évaluer si la transparence en matière ESG par les IPOs contribuerait à expliquer leur activité de F&A dans la période après l'introduction en bourse.

## **SECTION 2 : MÉTHODOLOGIE DE RECHERCHE**

### **1. Choix de la méthode de recherche**

Dans le cadre de cette recherche, nous avons adopté une démarche quantitative par le biais de la recherche exploratoire. La recherche exploratoire est habituellement utilisée dans le cadre d'une recherche qualitative afin de mieux cerner le problème ou le phénomène à étudier puisqu'il est méconnu, et de déterminer si une recherche quantitative sur le sujet serait pertinente et s'il serait possible de la réaliser (Dicko, 2019). Dans notre cas, nous préconisons la recherche exploratoire puisque le sujet qui nous préoccupe est peu présent dans la littérature et donc peu connu : à notre connaissance, aucune étude empirique antérieure n'a été réalisée sur la relation entre les facteurs ESG et l'activité de F&A des entreprises introduites en bourse, ce qui motive notre recherche.

Dans un deuxième temps, notre démarche s'approche également de la méthode de recherche quasi expérimentale puisque nous tentons de mettre en lumière une relation causale entre la présence de divulgations relatives aux facteurs ESG dans les prospectus et le déroulement des opérations de fusions-acquisitions. Cette méthode est dite quasi expérimentale, car elle ne répond

pas à tous les prérequis qu'exige la recherche expérimentale, du fait que nous sommes dans une étude exploratoire (Dicko, 2019).

## **2. Échantillonnage**

### ***2.1. Choix de l'échantillon***

Dans ce travail de recherche, nous nous sommes intéressés au marché américain pour différentes raisons, notamment pour l'accessibilité des informations due à la réglementation en vigueur. Rappelons également que les facteurs ESG gagnent en importance sur le marché américain et que ce phénomène est observable par l'augmentation du nombre de résolutions d'actionnaires sur ce sujet comme précédemment mentionné. En outre, bien que le marché boursier canadien ait connu une bonne croissance entre les années 2002 et 2014, le marché boursier américain lui est resté supérieur. Le marché américain a connu une décroissance importante entre les années 1996 et 2012, décroissance qui a été amplifiée par l'instauration de la loi Sarbanes-Oxley en 2002 (St-Onge & Kelly-Gagnon, 2019).

Nous avons utilisé un type d'échantillonnage probabiliste, c'est-à-dire que « les unités d'échantillonnage ont été sélectionnées aléatoirement (au hasard) selon un processus bien défini » (D'Astous, 2019, p. 209). Nous avons composé notre échantillon à l'aide de l'échantillonnage aléatoire simple sur une base de données financières.

### ***2.2. Méthode de collecte des données***

Nos données proviennent de différentes sources. Notre échantillon de départ est composé de 1000 entreprises américaines ayant fait une introduction en bourse (IPO) entre 2010 et 2020 extraites de la base de données *Refinitiv Eikon*, qui fournit essentiellement les informations



relatives aux caractéristiques des IPO, ainsi que celles relatives aux opérations de fusions-acquisitions.

Les informations sur les stratégies ESG menées par les entreprises désirant s'introduire en bourse sont divulguées dans leur prospectus d'IPO publié sur le site de la SEC (*SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION*). Afin d'y accéder, nous avons consulté le prospectus de chaque entreprise de notre échantillon initial. Une recherche de mots-clés et une lecture des sections correspondantes s'imposaient afin de déceler si des divulgations relatives aux facteurs ESG étaient présentes. Par exemple, pour le facteur environnement, nous recherchons les mots : *environment, green, carbon, sustainability, durability*, etc. Pour le facteur social, nous ciblons les mots : *social, charity, donation, people, community*, etc. Finalement, pour le facteur gouvernance, nous recherchons les mots : *governance, board, shareholder, committee, ethics*, etc. Une liste complète des mots-clés recherchés ainsi que des exemples de compagnies sont donnés dans l'annexe 1. Nous considérons que cette collecte de données primaires (*hand-collected data*) représente une contribution majeure pour notre étude étant donné qu'aucune base de données ne fournit les informations sur les facteurs ESG avant l'introduction en bourse. Nous avons exclu de l'échantillon les entreprises dont les informations utiles pour notre étude ne sont pas disponibles. Notre échantillon final est donc composé de 847 IPOs. Une description des variables retenues pour cette étude est donnée dans l'annexe 2.

## SECTION 3 : RÉSULTATS DES ANALYSES

### 1. Statistiques descriptives

Le tableau 1 présente la distribution des fréquences pour notre échantillon d'IPOs. Les résultats montrent que 564 (66,59 %) des entreprises de notre échantillon sont des entreprises dites

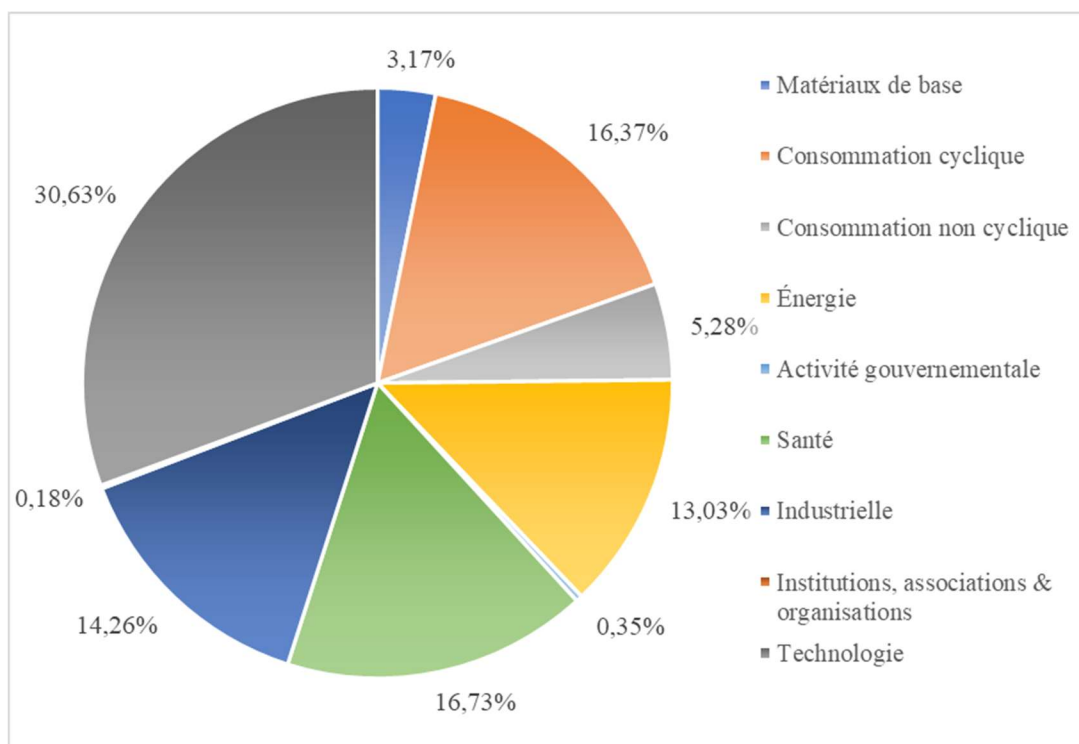
acquéreuses, c'est-à-dire qu'elles ont procédé à au moins une acquisition dans les cinq années suivant leur introduction en bourse. Les autres, au nombre de 283 (33,41 %), sont des entreprises dites non acquéreuses. Notre base de données comporte donc majoritairement des entreprises acquéreuses, ce qui confirme les résultats des études antérieures. Nos statistiques montrent également un écart important sur le plan de la fréquence des IPOs entre les années 2010 à 2015 et 2016 à 2020.

La figure 1 montre, quant à elle, la distribution de notre échantillon par rapport aux différentes industries pour les entreprises acquéreuses. Nous constatons que l'industrie dominante parmi les acquéreuses est celle de la technologie qui représente près de 31 % de celles-ci, suivie de l'industrie de la consommation cyclique et de celle de la santé qui représentent chacune près de 17 % des acquisitions après introduction en bourse. Ensuite, le secteur industriel, celui de l'énergie et celui de la consommation non cyclique s'élèvent respectivement à 14,26 %, 13,03 % et 5,28 % de notre échantillon. Les autres industries présentes se situent sous la barre des 5 %.

**Tableau 1**  
**Répartition des fréquences par année d'introduction en bourse (IPO)**

Année de l'IPO	Fréquence	% de l'échantillon total	Nombre d'entreprises acquéreuses	% des entreprises acquéreuses	Nombre d'entreprises non acquéreuses	% des entreprises non acquéreuses
2010	92	10,86	64	11,35	28	9,89
2011	104	12,28	78	13,83	26	9,19
2012	89	10,51	62	10,99	27	9,54
2013	115	13,58	76	13,48	39	13,78
2014	111	13,11	66	11,70	45	15,90
2015	95	11,22	58	10,28	37	13,07
2016	51	6,02	29	5,14	22	7,77
2017	58	6,85	44	7,80	14	4,95
2018	56	6,61	35	6,21	21	7,42
2019	40	4,72	25	4,43	15	5,30
2020	36	4,25	27	4,79	9	3,18
Total	847	100	564	100	283	100

**Figure 1**  
**Distribution par industrie**



Le tableau 2 expose les résultats des statistiques descriptives pour notre échantillon. En premier lieu, nous fournissons les résultats pour tout l'échantillon d'IPO dans la *Partie I* du tableau. Par la suite, les résultats pour les IPOs acquéreuses et les IPOs non acquéreuses sont dévoilés dans la *Partie II* du même tableau. Les résultats des tests de différence de moyenne entre les deux groupes d'entreprises montrent que la présence du facteur environnemental dans le prospectus de l'IPO n'affecte pas significativement l'activité F&A après IPO étant donné que le test est non significatif au seuil de 5 %. Cependant, la divulgation de l'information concernant les facteurs social et gouvernance semble avoir influencé la décision des IPOs de s'engager dans des opérations F&A dans les 5 ans suivant leur IPO. Le test de différence de moyenne pour ces deux facteurs est significatif au seuil de 10 %. Afin de bien cerner l'effet de la divulgation de l'information ESG dans les prospectus des IPOs sur leur activité de F&A, nous créons une variable

binaire, *ESG*, qui prend la valeur 1 si l'IPO divulgue au moins un facteur ESG dans le prospectus, et 0 si aucune information n'a été transmise dans le rapport. Les résultats montrent que le fait d'exposer son intérêt vis-à-vis des facteurs ESG à travers la communication de l'information sur une ou plusieurs composantes facilite l'accès au marché des F&A pour l'IPO. Le test de différence de moyenne entre les IPOs acquéreuses et les IPOs non acquéreuses de la variable *ESG* est significatif au seuil de 5 %. De même, la sous-évaluation initiale est significativement plus élevée pour les IPOs acquéreuses comparativement aux IPO non acquéreuses, ce qui confirme les résultats des études antérieures. Le montant des fonds levés par les IPOs acquéreuses est significativement plus élevé que celui des IPO non acquéreuses, ce qui est aligné sur la motivation des IPOs de s'engager dans des F&A. Ces résultats impliquent que la divulgation des stratégies liées aux facteurs ESG dans les prospectus des entreprises a un rôle dans l'explication des opérations de F&A à la suite de l'introduction en bourse. Nous confirmons donc que les entreprises qui intègrent de l'information sur les facteurs ESG dans leur prospectus sont davantage acquéreuses que non acquéreuses.

**Tableau 2**  
**Statistiques descriptives**

Le tableau 2 présente les résultats des statistiques descriptives pour l'ensemble de l'échantillon dans la *partie I* et ensuite les résultats pour les IPOs acquéreuses et non acquéreuses sont exposés dans la *partie II*. \*, \*\* et \*\*\* correspondent à un niveau de signification de 10 %, 5 % et 1 % respectivement.

**Partie I**

Tous les IPOs			
	Moyenne	Médiane	Écart type
Sous-évaluation	8,465	0	19,01
Fonds levés	188,986	80,466	390,098
Capital-risque	0,303	0	0,460
Environnement	0,089	0	0,285
Social	0,115	0	0,319
Gouvernance	0,683	1	0,465

**Partie II**

	IPO acquéreuses			IPO non acquéreuses			Test t de différence de moyenne
	Moyenne	Médiane	Écart type	Moyenne	Médiane	Écart type	
Sous-évaluation	10,252	0	20,444	4,833	0	15,088	5,418*** (0,000)
Fonds levés	212,648	90,217	418,578	132,991	60,002	306,135	79,657*** (0,000)
Capital-risque	0,315	0	0,464	0,281	0	0,450	0,0333 (0,319)
Environnement	0,095	0	0,294	0,077	0	0,267	0,0181 (0,383)
Social	0,129	0	0,335	0,088	0	0,283	0,0411* (0,076)
Gouvernance	0,704	1	0,456	0,640	0	0,480	0,063* (0,060)
ESG	0,729	1	0,444	0,651	1	0,477	0,077** (0,019)

## 2. Résultats univariés

Dans cette section, nous explorons l'effet de la divulgation des facteurs ESG sur le nombre d'opérations de F&A dans les 5 années suivant l'IPO. Celikyurt et al. (2010) confirment qu'une IPO typique s'engage dans 4 opérations de F&A dans les 5 années qui suivent son introduction en bourse. Ben Amor et Kooli (2016) ont montré que le nombre d'acquisitions dans la première année après l'introduction en bourse explique significativement la sous-performance à long terme des IPOs. Afin de tester cette hypothèse, nous utilisons la variable *Multiple*, une variable binaire qui prend la valeur de 1 si l'IPO s'engage dans des F&A multiples, c'est-à-dire plus qu'une seule opération de F&A durant les cinq ans après l'IPO, et zéro si elle est engagée dans seulement une F&A durant la même période.

La facilité de l'IPO à accéder au marché des fusions-acquisitions se manifeste dans la rapidité à s'engager dans la première opération de F&A à la suite de l'introduction en bourse. Nous tentons dans cette section de tester si la divulgation de l'information ESG aide les IPOs à accéder plus facilement au marché des F&A et à contracter leur première F&A durant la première année suivant l'introduction en bourse. Pour ce faire, nous créons une variable binaire, *Pre\_FA*, qui prend la valeur de 1 si la première opération de F&A par l'IPO est intervenue à la première année après IPO et de zéro, sinon.

Dans le tableau 3, nous présentons les résultats de l'évaluation de la relation entre la divulgation des facteurs ESG et le nombre de F&A durant les cinq années suivant l'introduction en bourse. Nous estimons que le nombre de F&A dans les cinq ans après IPO est significativement plus important pour les entreprises qui divulguent au moins un facteur ESG dans leur prospectus. Les résultats montrent aussi que la communication des stratégies relatives à l'environnement et au facteur social n'affecte pas significativement le nombre de F&A à la suite de l'introduction en

bourse. Cependant, la divulgation des informations qui concernent la gouvernance est associée positivement et significativement au nombre d'opérations de F&A après l'introduction en bourse.

Le test de différence de moyenne est significatif au seuil de 1 %.

**Tableau 3**

**Analyse univariée : facteurs ESG et le nombre de F&A dans les 5 ans après IPO**

Le tableau 3 présente les résultats de l'évaluation de la relation entre les facteurs ESG et le nombre de F&A dans les 5 ans après IPO. ESG est une variable binaire qui prend la valeur de 1 si l'entreprise a fait des divulgations sur au moins un facteur ESG dans le prospectus et de zéro, sinon. Environnement est une variable binaire qui prend la valeur de 1 si l'entreprise a fait des divulgations sur l'environnement dans le prospectus et de zéro, sinon. Social est une variable binaire qui prend la valeur de 1 si l'entreprise a fait des divulgations sur des questions sociales dans le prospectus et zéro, sinon. Gouvernance est une variable binaire qui prend la valeur de 1 si l'entreprise a fait des divulgations sur la gouvernance dans le prospectus et de zéro, sinon. \*, \*\* et \*\*\* correspondent à un niveau de signification de 10 %, 5 % et 1 % respectivement.

	IPOs s'engageant dans plusieurs F&A	IPOs s'engageant dans une seule F&A	Test de différence de moyenne
ESG	0,809	0,640	0,169*** (0,000)
Environnement	0,096	0,086	0,010 (0,661)
Social	0,141	0,108	0,033 (0,238)
Gouvernance	0,792	0,606	0,185*** (0,000)

Le tableau 4 présente les résultats univariés obtenus en testant la relation entre la divulgation des facteurs ESG et la facilité à s'engager dans des opérations de F&A mesurée par la capacité de conclure une F&A la première année après IPO. Nous estimons que le fait de communiquer la stratégie en matière d'au moins un facteur ESG contribue significativement à expliquer la facilité de conclure une transaction de F&A rapidement à la suite de l'IPO. Le test de différence de moyenne de la variable *ESG* est significatif au seuil de 1 %. En effectuant l'analyse pour chaque facteur ESG, les résultats montrent que, bien qu'il n'y ait pas une évidence que la divulgation des stratégies environnementales et sociales facilite l'engagement dans une F&A juste après IPO, la communication de l'information sur la gouvernance semble avoir un effet significatif



et positif sur la rapidité de l'IPO à s'engager dans une opération de F&A juste après son introduction en bourse.

**Tableau 4**

**Analyse univariée : facteurs ESG et F&A la première année après IPO**

Le tableau 4 présente les résultats de l'évaluation de la relation entre la divulgation des facteurs ESG et la facilité de s'engager dans des opérations de F&A qui est mesurée par la capacité de conclure une F&A la première année après IPO. ESG est une variable binaire qui prend la valeur de 1 si l'entreprise a fait des divulgations sur au moins un facteur ESG dans le prospectus et de zéro, sinon. Environnement est une variable binaire qui prend la valeur de 1 si l'entreprise a fait des divulgations sur l'environnement dans le prospectus et de zéro, sinon. Social est une variable binaire qui prend la valeur de 1 si l'entreprise a fait des divulgations sur des questions sociales dans le prospectus et de zéro, sinon. Gouvernance est une variable binaire qui prend la valeur de 1 si l'entreprise a fait des divulgations sur la gouvernance dans le prospectus et de zéro, sinon. \*, \*\* et \*\*\* correspondent à un niveau de signification de 10 %, 5 % et 1 % respectivement.

	IPOs s'engageant dans des F&A la première année après IPO	IPOs ne s'engageant pas dans des F&A la première année après IPO	Test de différence de moyenne
ESG	0,820	0,663	0,157 *** (0,000)
Environnement	0,091	0,091	0,000 (0,998)
Social	0,139	0,116	0,023 (0,411)
Gouvernance	0,807	0,629	0,177*** (0,000)

### 3. Résultats multivariés

Afin de compléter nos analyses, nous avons appliqué la régression logistique pour évaluer si les divulgations de l'information sur les facteurs ESG sont liées aux activités de fusions-acquisitions des entreprises après leur introduction en bourse. La variable dépendante dans notre premier modèle prend la valeur de 1 si l'IPO s'engage dans une opération de F&A dans les 5 années qui suivent l'IPO, ou de zéro sinon. Nous introduisons un second modèle permettant d'évaluer la relation entre la divulgation des facteurs ESG et l'engagement dans une F&A la première année après IPO afin de tester si la communication de l'information sur les stratégies ESG aide les IPO à entrer facilement dans le marché des F&A. Notre variable dépendante dans ce

modèle prend la valeur de 1 si l'IPO s'engage dans une F&A la première année après IPO ou de zéro, sinon.

Dans les deux modèles, nous incluons des variables de contrôle ayant un impact sur l'activité de F&A après introduction en bourse. Nous ajoutons les variables sous-évaluation, capital-risque et fonds levés. La variable sous-évaluation mesure la sous-évaluation initiale au moment de l'IPO. La variable capital-risque est une variable binaire prenant la valeur de 1 lorsque l'entreprise est soutenue par du capital risque et de zéro, sinon. La variable fonds levés est une mesure de la taille de l'entreprise qui est présentée par le logarithme naturel du montant total des fonds levés au moment de l'IPO. De plus, des variables mesurant l'effet fixe de l'industrie et de l'année de l'IPO ont été introduites afin de tenir compte du secteur d'activité ainsi que des conditions du marché des IPOs.

Modèle 1 : activités de fusions-acquisitions dans les 5 ans après IPO

$$\log F\&A_i = \beta_0 + \beta_1 \text{Environnement}_i + \beta_2 \text{Social}_i + \beta_3 \text{Gouvernance}_i + \beta_4 \text{ESG}_i \\ + \beta_5 \text{Capital-risque}_i + \beta_6 \text{Fonds levés}_i + \beta_7 \text{Sous-évaluation}_i + \varepsilon_i$$

Modèle 2 : activités de fusions-acquisitions la première année après IPO

$$\log F\&A_{1i} = \beta_0 + \beta_1 \text{Environnement}_i + \beta_2 \text{Social}_i + \beta_3 \text{Gouvernance}_i + \beta_4 \text{ESG}_i \\ + \beta_5 \text{Capital-risque}_i + \beta_6 \text{Fonds levés}_i + \beta_7 \text{Sous-évaluation}_i + \varepsilon_i$$

Où  $F\&A_1$  représente les opérations de F&A réalisées durant la première année de l'IPO.

Le tableau 5 présente les résultats du premier modèle, qui prend en compte les opérations de fusions-acquisitions exécutées dans les cinq ans après l'IPO.

Nous estimons que la variable *ESG* présente un coefficient positif et significatif au seuil de 5 %, ce qui implique que les facteurs ESG sont associés positivement et significativement à l'activité de F&A dans les 5 années suivant l'IPO, confirmant ainsi nos résultats d'analyse univariée. Les résultats montrent aussi que les IPOs qui communiquent leurs stratégies en matière de gouvernance ont plus de chance de s'impliquer dans des transactions de F&A dans la période qui suit leur introduction en bourse. Le coefficient de la variable *Gouvernance* est positif et significatif au seuil de 5 %. Les résultats des variables *Environnement* et *Social* sont non significatifs au seuil de 5 %, ce qui signifie que les facteurs environnemental et social semblent ne pas avoir un effet sur les opérations de F&A à la suite de l'IPO.

Nos résultats révèlent aussi qu'il est plus probable que les IPOs ayant un plus haut niveau de sous-évaluation initiale s'engagent dans des F&A dans les 5 ans après IPO, ce qui est aligné sur les résultats des travaux antérieurs (Ben Amor et Kooli (2017) et Celikyurt et al. (2010)).

Le tableau 6 présente les résultats d'estimation de notre deuxième modèle évaluant le lien entre les facteurs ESG et l'engagement dans des F&A dans la première année après IPO. Nous trouvons un coefficient positif et significatif au seuil de 5 % de la variable *ESG*, ce qui signifie que plus l'IPO communique de l'information sur ses stratégies ESG, plus le marché des F&A est accessible, permettant ainsi de s'y intégrer très rapidement après l'introduction en bourse. Nos résultats montrent également que c'est plutôt le facteur gouvernance qui influence le plus la facilité d'accéder à ce marché. Le coefficient de la variable *Gouvernance* est positif et significatif à un seuil de 1 %, alors que ceux des variables *Environnement* et *Social* sont non significatifs. Nous observons aussi que le montant des fonds levés est associé positivement et significativement à la probabilité de s'engager dans une F&A la première année après IPO, ce qui est aligné sur les conclusions des études antérieures.

Tableau 5

## Régression logistique modèle 1 : activités de fusions-acquisitions dans les 5 ans après IPO

La variable dépendante prend la valeur de 1 si l'entreprise a fait des opérations de fusions-acquisitions dans les cinq ans suivant l'IPO et de zéro, sinon. Environnement est une variable qui prend la valeur de 1 lorsque des divulgations sur ce facteur sont présentes dans le prospectus et de 0 lorsqu'aucune information n'est mentionnée. Social est une variable qui prend la valeur de 1 lorsque des divulgations sur ce facteur sont présentes dans le prospectus et de 0 lorsqu'aucune information n'est mentionnée. Gouvernance est une variable qui prend la valeur de 1 lorsque des divulgations sur ce facteur sont présentes dans le prospectus et de 0 lorsqu'aucune information n'est mentionnée. ESG est une variable qui prend la valeur de 1 lorsque des divulgations sur au moins 1 des facteurs sont présentes dans le prospectus et de 0 lorsqu'aucune information n'est mentionnée. Capital-risque est une variable qui prend la valeur de 1 lorsque l'entreprise est soutenue par du capital-risque et de 0, sinon. Fonds levés est une mesure de la taille de l'entreprise qui est présentée par le logarithme naturel du montant total des fonds levés au moment de l'IPO. La variable Sous-évaluation fait référence à la sous-évaluation initiale. Pour l'industrie et l'année de l'introduction en bourse, ces variables sont contrôlées afin d'éliminer les biais. Pour chaque variable indépendante, la première ligne rapporte ses coefficients estimés et la deuxième ligne rapporte les statistiques-t robustes correspondantes. \*, \*\* et \*\*\* correspondent à un niveau de signification de 10 %, 5 % et 1 % respectivement.

	(1)	(2)
Constante	1,15* (1,72)	1,07 (1,51)
Environnement	-0,15 (-0,41)	
Social	0,12 (0,40)	
Gouvernance	0,53** (2,11)	
ESG		0,60** (2,46)
Capital-risque	-0,17 (-0,70)	-0,18 (-0,74)
Fonds levés	0,08 (1,46)	0,07 (1,36)
Sous-évaluation	0,01** (2,55)	0,01*** (2,62)
Effet fixe industrie	Oui	Oui
Effet fixe année	Oui	Oui
Observations	775	775
Pseudo $R^2$	0,08	0,07

Tableau 6

**Régression logistique modèle 2 : activités de fusions-acquisitions la première année après IPO**

La variable dépendante prend la valeur de 1 si l'entreprise a fait au moins une fusion-acquisition dans l'année suivant l'IPO et de zéro, sinon. Pour la description des variables indépendantes, voir le tableau 5. Pour chaque variable indépendante, la première ligne rapporte ses coefficients estimés et la deuxième ligne rapporte les statistiques-t robustes correspondantes. \*, \*\* et \*\*\* correspondent à un niveau de signification de 10 %, 5 % et 1 % respectivement.

	(1)	(2)
Constante	-1,33* (-1,85)	-1,33* (-1,86)
Environnement	0,02 (0,06)	
Social	-0,21 (-0,68)	
Gouvernance	0,80*** (2,63)	
ESG		0,72** (2,47)
Capital-risque	-0,79*** (-2,82)	-0,78*** (-2,81)
Fonds levés	0,11* (1,76)	0,12** (2,00)
Sous-évaluation	-0,00 (-0,68)	-0,00 (-0,84)
Effet fixe industrie	Oui	Oui
Effet fixe année	Oui	Oui
Observations	536	536
Pseudo $R^2$	0,10	0,10

## CONCLUSION

La littérature existante ne prend pas en considération la nouvelle tendance que représentent les facteurs ESG afin d'expliquer les mouvements de fusions-acquisitions après une introduction en bourse. Dans cette étude, nous nous intéressons d'abord aux entreprises acquéreuses qui ont mené des opérations de fusions-acquisitions dans les cinq ans suivant leur introduction en bourse et celles qui sont non acquéreuses afin d'examiner si la présence de divulgations ESG dans les prospectus contribue à expliquer les mouvements de fusions-acquisitions. Ensuite, nous nous intéressons aux entreprises acquéreuses qui ont mené au moins une acquisition dans les cinq ans après l'IPO afin d'évaluer l'effet général des facteurs ESG sur les mouvements de fusions-acquisitions. Finalement, nous nous intéressons aux entreprises acquéreuses qui ont mené au moins une acquisition dès la première année de l'IPO et les entreprises qui n'ont pas mené d'opérations de fusions-acquisitions la première année afin d'évaluer si la présence de divulgations ESG dans les prospectus facilite l'accès au marché des fusions-acquisitions pour les entreprises nouvellement publiques.

Nous avons effectué différentes analyses, de niveau univarié et multivarié, et nous avons observé que la présence de divulgations ESG dans les prospectus des entreprises sur le point de devenir publiques a un effet significatif sur les opérations de fusions-acquisitions. Dans un premier temps, nous avons testé le groupe des entreprises acquéreuses et celui des non-acquéreuses et nous avons constaté que les entreprises qui avaient divulgué de l'information sur les facteurs ESG avaient plus de chances de mener au moins une opération de fusions-acquisitions dans les cinq ans après IPO.

Ensuite, en ce qui concerne l'effet général, nous avons testé si le nombre de fusions-acquisitions réalisées dans les cinq ans après IPO est affecté par les divulgations ESG dans les

prospectus. Nous avons alors remarqué qu'il y avait bien une différence significative entre les entreprises acquéreuses qui ont divulgué cette information dans leur prospectus et celle n'ayant rien mentionné à ce sujet. Nous nous sommes alors intéressés à l'effet direct de la présence de divulgations ESG dans les prospectus à savoir si celle-ci facilite l'accès au marché des fusions-acquisitions. Nous avons observé que les entreprises acquéreuses qui avaient fait mention des facteurs ESG dans leur prospectus avaient significativement plus de chances d'être acquéreuses dès la première année de l'IPO.

Nous avons terminé notre analyse en utilisant la régression logistique et les résultats obtenus ont confirmé ceux mentionnés précédemment, c'est-à-dire que la présence des facteurs ESG dans les prospectus des entreprises comporte un pouvoir prédictif qui est significatif et donc, qui contribue à expliquer les mouvements de fusions-acquisitions des entreprises après leur introduction en bourse. Les résultats ont également confirmé ceux d'études menées antérieurement qui font référence à la sous-évaluation initiale plus importante des entreprises acquéreuses. Finalement, notre étude présente des résultats intéressants sur le rôle d'un nouveau facteur peu abordé dans la littérature actuelle, celui de la présence des facteurs ESG dans les prospectus des entreprises. Nous espérons attirer l'attention sur le rôle que la présence de ce nouveau facteur peut jouer dans l'explication des mouvements de fusions-acquisitions après introduction en bourse et voir émerger de nouvelles recherches sur le sujet.

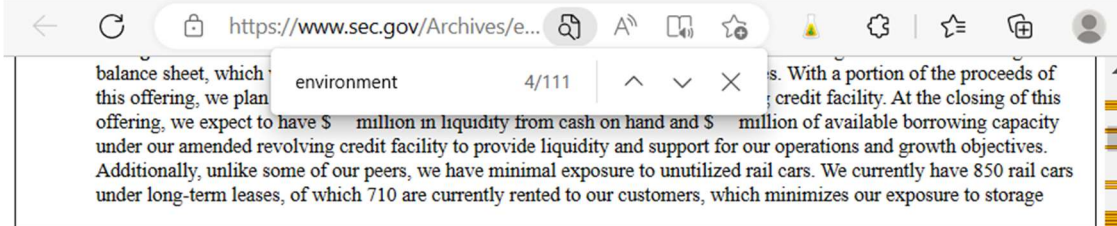
## ANNEXE 1 : RECHERCHE PAR MOTS-CLÉS

### Mots-clés recherchés

Environnement	Social	Gouvernance
Environment	Charities	Governance
Green	Donation	Board
Sustainable	Societal	Shareholder
Sustainability	People	Committee
Durable	Community	Administration
Durability	Collectivity	Ethics
Carbon	Diversity	Independent
Emission	Health	Independence
Climate	Employees	Executive compensation
Resources	Foundation	
Energy		

### Exemples

#### 1. Smart Sand Inc – Facteur environnement



balance sheet, which... environment... 4/111... s. With a portion of the proceeds of... credit facility. At the closing of this offering, we expect to have \$ million in liquidity from cash on hand and \$ million of available borrowing capacity under our amended revolving credit facility to provide liquidity and support for our operations and growth objectives. Additionally, unlike some of our peers, we have minimal exposure to unutilized rail cars. We currently have 850 rail cars under long-term leases, of which 710 are currently rented to our customers, which minimizes our exposure to storage

3

[Table of Contents](#)

and leasing expense for rail cars that are currently not being utilized for sand shipment and provides us greater flexibility in managing our transportation costs prospectively.

- **Focus on safety and environmental stewardship.** We are committed to maintaining a culture that prioritizes safety, the environment and our relationship with the communities in which we operate. In August 2014, we were accepted as a “Tier 1” participant in Wisconsin’s voluntary “Green Tier” program, which encourages, recognizes and rewards companies for voluntarily exceeding environmental, health and safety legal requirements. In addition, we committed to certification under ISO standards and, in April 2016, we received ISO 9001 and ISO 14001 registrations for our quality management system and environmental management system programs, respectively. We believe that our commitment to safety, the environment and the communities in which we operate is critical to the success of our business. We are one of a select group of companies who are members of the Wisconsin Industrial Sand Association, which promotes safe and environmentally responsible sand mining standards.
- **Experienced management team.** The members of our senior management team bring significant experience to the market environment in which we operate. Their expertise covers a range of disciplines, including industry-specific operating and technical knowledge as well as experience managing high-growth businesses.



## 2. Etsy Inc – Facteurs environnement, social et gouvernance

December 31, 2014. In 2014, Etsy sellers generated **GMS of \$1.93 billion**, of which 36.1% came from purchases made on mobile devices and 30.9% came from an Etsy seller or an Etsy buyer outside of the United States.

Our community is the heart and soul of Etsy. Our community is made up of creative entrepreneurs who sell on our platform, thoughtful consumers looking to buy unique goods in our marketplace, responsible manufacturers who help Etsy sellers grow their businesses and Etsy employees who maintain our platform and nurture our ecosystem.

Our business model is based on shared success: we make money when Etsy sellers make money. Our revenue is diversified, generated from a mix of marketplace activities and the services we provide Etsy sellers to help them create and grow their businesses. Marketplace revenue includes the fee an Etsy seller pays for each completed transaction and the listing fee an Etsy seller pays for each item she lists. Seller Services revenue includes fees an Etsy seller pays for services such as prominent placement in search results via Promoted Listings, payment processing via Direct Checkout and purchases of shipping labels through our platform via Shipping Labels. Other revenue includes the fees we receive from a third-party payment processor.

In 2014, Etsy sellers generated **GMS of \$1.93 billion**, up 43.3% over 2013. In 2014, we generated revenue of \$195.6 million, up 56.4% over 2013. In 2014, we generated a net loss of \$15.2 million and Adjusted EBITDA of \$23.1 million compared to a net loss of \$0.8 million and Adjusted EBITDA of \$16.9 million in 2013. See "Selected Consolidated Financial and Other Data—Non-GAAP Financial Measures" for more information and for a reconciliation of Adjusted EBITDA to net loss, the most directly comparable financial measure calculated and presented in accordance with generally accepted accounting principles in the United States, or GAAP.

### Our Values

*We are a mindful, transparent and humane business.* We believe that business interests and **social and environmental responsibility** are interwoven and aligned and that the power of business **should be used to strengthen communities and empower people.**

*We plan and build for the long term.* We want to build a company that lasts, and we plan to measure our success in years and decades. Etsy sellers in particular depend on us and on our platform to grow their businesses, so we will strive to make decisions that are best for the long-term health of our ecosystem.

*We value craftsmanship in all we make.* Craftsmanship is the marriage of skill and passion. We believe every job at our company should demonstrate our commitment to craft. We are an engineering-driven company, and we think of our code as craft: we are makers of the products and services that our members use, and we approach the work we do with the same care and inspiration as do Etsy sellers.

2

← ↻ 🔒 https://www.sec.gov/Archives/e... 🔍 A 📄 ⭐ ⚠️ ⚙️ | ⭐ 🏠 👤

The classification of our board of directors is informed oversight of our risk management process. In particular, our board of directors is responsible for monitoring and assessing strategic risk exposure, and our executive officers are responsible for the day-to-day management of the material risks we face. Our board of directors administers its oversight function directly as a whole and through its standing committees. For example, our audit committee is responsible for overseeing the management of risks associated with financial reporting, accounting and auditing matters; our compensation committee oversees the management of risks associated with executive compensation policies and programs; and our nominating and corporate **governance** committee oversees the management of risks associated with director independence, conflicts of interest, composition and organization of our board of directors and director succession planning.

governance 3/11 ^ v x in our control or management. See "Description of Capital Stock—A... w Provisions."

## Board Oversight of Risk

One of the key functions of our board of directors is informed oversight of our risk management process. In particular, our board of directors is responsible for monitoring and assessing strategic risk exposure, and our executive officers are responsible for the day-to-day management of the material risks we face. Our board of directors administers its oversight function directly as a whole and through its standing committees. For example, our audit committee is responsible for overseeing the management of risks associated with financial reporting, accounting and auditing matters; our compensation committee oversees the management of risks associated with executive compensation policies and programs; and our nominating

122

---

[Table of Contents](#)

and corporate **governance** committee oversees the management of risks associated with director independence, conflicts of interest, composition and organization of our board of directors and director succession planning.

## Board Committees

Our board of directors has established an audit committee, a compensation committee and a nominating and corporate **governance** committee, to be effective after this offering. Our board of directors may establish other committees to facilitate the management of our business. Our board of directors and its committees meet throughout the year and may also hold special meetings and act by written consent from time to time, as appropriate. Our board of directors has delegated various responsibilities and authority to its committees as generally described below. The committees will regularly report on their activities and actions to our full board of directors. Each member of each committee of our board of directors qualifies as an independent director in accordance with listing standards. Each committee of our board of directors has a written charter approved by our board of directors, which will be posted on the Investor Relations section of our website at [www.etsy.com](http://www.etsy.com) after this offering. The inclusion of our website address in this prospectus does not include or incorporate by reference the information on our website into this prospectus. Members serve on these committees until their resignation or until otherwise determined by our board of directors.

### Audit Committee

The members of our audit committee will be \_\_\_\_\_ after this offering, each of whom can read and understand fundamental financial

## ANNEXE 2 : DESCRIPTION DES VARIABLES

Variables	Description
<b>Variables dépendantes</b>	
IPOs acquéreuses	Les IPOs acquéreuses sont les firmes qui ont mené au moins une acquisition dans les cinq ans suivant leur introduction en bourse.
IPOs non acquéreuses	Les IPOs non acquéreuses sont les firmes qui n'ont pas réalisé d'opération de fusions-acquisitions dans les cinq ans après leur introduction.
Multiple	Variable binaire qui prend la valeur de 1 si l'entreprise s'est engagée dans plusieurs opérations de F&A dans les cinq ans après l'IPO et de zéro, si elle s'est engagée dans une seule F&A pour la même période.
Pre_FA	Variable binaire qui prend la valeur de 1 si l'entreprise s'est engagée dans au moins une opération de F&A dans la première année après l'IPO et de zéro, sinon.
<b>Variables indépendantes</b>	
Environnement	Variable binaire qui prend la valeur de 1 lorsque des divulgations relatives à l'environnement sont présentes dans le prospectus et zéro, sinon.
Social	Variable binaire qui prend la valeur de 1 lorsque des divulgations relatives aux questions sociales sont présentes dans le prospectus et de zéro, sinon.
Gouvernance	Variable binaire qui prend la valeur de 1 lorsque des divulgations relatives à la gouvernance de l'entreprise sont présentes dans le prospectus et de zéro, sinon.
ESG	Variable binaire qui prend la valeur de 1 lorsque des divulgations relatives à au moins un des facteurs ESG sont présentes dans le prospectus et de zéro, sinon.
Capital-risque	Capital-risque est une variable binaire qui prend la valeur de 1 lorsque l'entreprise est soutenue par du capital risque et de zéro, sinon.
Fonds levés	Variable qui représente une mesure de la taille de l'entreprise et qui est présentée par le logarithme nature du montant total des fonds levés au moment de l'IPO.
Sous-évaluation	La variable sous-évaluation est une variable qui fait référence à la sous-évaluation initiale qui se caractérise par la différence entre le cours de clôture du premier jour et le prix de l'offre donné dans le prospectus de l'IPO.
Industrie	Variable indiquant l'industrie d'appartenance de l'entreprise.
Année de l'IPO	Variable indiquant l'année dans laquelle l'IPO a eu lieu.

## RÉFÉRENCES

- Baker, E. D., Boulton, T. J., Braga-Alves, M. V., & Morey, M. R. (2021). ESG government risk and international IPO underpricing. *Journal of Corporate Finance*, 67, Article 101913
- Barros, V., Verga Matos, P., Miranda Sarmiento, J., & Rino Vieira, P. (2022). M&A activity as a driver for better ESG performance. *Technological Forecasting & Social Change*, 175, Article 121338.
- BDC (Producer). (s. d.). Fusions et acquisitions (F & A). Retrieved from [https://www.bdc.ca/fr/articles-outils/boite-outils-entrepreneur/gabarits-documents-guides-affaires/glossaire/fusions-et-acquisitions#:~:text=Les%20fusions%20et%20acquisitions%20\(F%20%26%20A\)%20regroupent%20deux%20entit%C3%A9s,ses%20activit%C3%A9s%20%C3%A0%20les%20Osiennes](https://www.bdc.ca/fr/articles-outils/boite-outils-entrepreneur/gabarits-documents-guides-affaires/glossaire/fusions-et-acquisitions#:~:text=Les%20fusions%20et%20acquisitions%20(F%20%26%20A)%20regroupent%20deux%20entit%C3%A9s,ses%20activit%C3%A9s%20%C3%A0%20les%20Osiennes).
- Ben Amor, S., & Kooli, M. (2016). Do acquisitions affect IPO long-run performance? Evidence from single vs. multiple acquirers. *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, 40, 63-79.
- Ben Amor, S., & Kooli, M. (2017). From IPO to M&A: Further Evidence. *The Journal of Wealth Management*, 20(3), 75-93.
- Brau, J. C., Couch, R. B., & Sutton, N. K. (2012). The Desire to Acquire and IPO Long-Run Underperformance. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 47(3), 493-510.
- Brau, J. C., & Fawcett, S. E. (2006). Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice. *The Journal of Finance*, 61(1), 399-436.
- Caiazza, S., Galloppo, G., & Paimanova, V. (2021). The role of sustainability performance after merger and acquisition deals in short and long-term. *Journal of Cleaner Production*, 314, Article 127982.
- Cardillo, G., & Harasheh, M. (2022). Stay close to me: What do ESG scores tell about the deal timing in M&A transactions? *Finance Research Letters*, 51, Article 103498.
- Celikyurt, U., Sevilir, M., & Shivdasani, A. (2010). How an IPO Helps in M&A. *Journal of Applied Corporate Finance*, 22(2), 94-99.

- Chalmers, J., Cox, E., & Picard, N. (2021). The economic realities of ESG. Retrieved from <https://www.pwc.com/gx/en/services/audit-assurance/corporate-reporting/esg-investor-survey.html>
- Cortez, M. C., Andrade, N., & Silva, F. (2022). The environmental and financial performance of green energy investments: European evidence. *Ecological Economics*, 197, Article 107427.
- D'Astous, A. (2019). *Le projet de recherche en marketing* (6e édition). Chenelière éducation.
- Décary, J. (2021). De quoi aura l'air le rapport ESG du futur ? *Les affaires*. Retrieved from <https://www.lesaffaires.com/dossier/investissement-responsable/de-quoi-aura-l-air-le-rapport-esg-du-futur/627725>
- DGIA. (2021). L'engagement actionnarial : un levier de changement créateur de valeur. Retrieved from <https://www.desjardins.com/ressources/documents/white-papier-engagement-actionnarial-f.pdf>
- Díaz, V., Ibrushi, D., & Zhao, J. (2021). Reconsidering systematic factors during the Covid-19 pandemic – The rising importance of ESG. *Finance Research Letters*, 38, Article 101870.
- Dicko, S. (2019). *Méthodologie de recherche et théories en sciences comptables*. Presses de l'Université du Québec.
- Ford, J. M., Gehricke, S. A., & Zhang, J. E. (2022). Option traders are concerned about climate risks: ESG ratings and short-term sentiment. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 35, Article 100687.
- Henisz, W., Koller, T., & Nuttall, R. (2019). Five ways that ESG creates value. *McKinsey Quarterly*. Retrieved from <https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/five-ways-that-esg-creates-value>
- Kerzérho, R. (2021). FNB ESG : Quelques faits pour vous y retrouver. *Les affaires*. Retrieved from <https://www.lesaffaires.com/bourse/analyses-de-titres/fnb-esg--quelques-faits-pour-vous-y-retrouver/623736>
- La Presse Canadienne. (2021). Les investisseurs misent plus sur les fonds ESG. *Les affaires*. Retrieved from <https://www.lesaffaires.com/mes-finances/placement/les-investisseurs-misent-plus-sur-les-fonds-esg/622805#:~:text=De%20plus%20en%20plus%20d,aussi%20livrer%20des%20rendements%20respectables.>

- Naeem, N., Cankaya, S., & Bildik, R. (2022). Does ESG performance affect the financial performance of environmentally sensitive industries? A comparison between emerging and developed markets. *Borsa Istanbul Review*, 22, S128-S140.
- PwC (2017). Global investor survey on corporate reporting  
<https://www.pwc.com/gx/en/corporate-reporting/assets/cr-survey-global-final.pdf>
- RBC. (2019). Toute la lumière sur l'investissement responsable. *RBC Gestion mondiale d'actifs*. Retrieved from <https://www.rbcgam.com/documents/fr/articles/what-esg-is-and-isnt-f.pdf>
- Shanaev, S., & Ghimire, B. (2021). When ESG meets AAA: The effect of ESG rating changes on stock returns. *Finance Research Letters*, 46, Article 102302.
- Shin, J., Moon, J. J., & Kang, J. (2023). Where does ESG pay? The role of national culture in moderating the relationship between ESG performance and financial performance. *International Business Review*, 32(3), Article 102071.
- St-Onge, P., & Kelly-Gagnon, M. (2019). Le Canada, un exemple pour les entrées en bourse. *Collection Réglementation*. Retrieved from <https://www.iedm.org/fr/90502-le-canada-un-exemple-pour-les-entrees-en-bourse/>
- Venne, J.-F. (2021). Un marché en ébullition tient les avocats occupés. *Les affaires*. Retrieved from <https://www.lesaffaires.com/dossier/droit-des-affaires-fusions-et-acquisitions/un-marche-en-ebullition-tient-les-avocats-occupes/627617>
- Wang, Z., Wang, X., Xu, Y., & Cheng, Q. (2022). Are green IPOs priced differently? Evidence from China. *Research in International Business and Finance*, 61, Article 101628.
- Ward, K. (2019). En quoi les facteurs ESG affectent-ils le processus d'investissement ? *JP Morgan Asset Management*, 7. Retrieved from <https://am.jpmorgan.com/be/fr/asset-management/per/insights/market-insights/on-the-minds-of-investors/how-esg-affects-investment-process/>
- Wong, J. B., & Zhang, Q. (2022). Stock market reactions to adverse ESG disclosure via media channels. *The British Accounting Review*, 54(1), Article 101045.