

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC EN OUTAOUAIS

MÉMOIRE DE MAÎTRISE

PRÉSENTÉ À

BEN AMOR SALMA, Ph.D.

COMME EXIGENCE PARTIELLE

DE LA MAÎTRISE EN ÉCONOMIE FINANCIÈRE

L'IMPACT DE LA DISTANCE CULTURELLE SUR LA PERFORMANCE
DES FUSIONS ET ACQUISITIONS TRANSFRONTALIÈRES

PAR
DENANE RAFIK
MAI 2026

Résumé

Ce mémoire analyse empiriquement l'impact de la distance culturelle sur la performance post-acquisition des fusions-acquisitions transfrontalières impliquant des firmes canadiennes cotées en bourse sur la période 2015–2022. À partir d'un échantillon de 542 opérations portant sur des cibles situées dans 58 pays différents, nous examinons dans quelle mesure les écarts culturels entre le Canada et les pays cibles influencent la performance des acquéreurs, mesurée par trois indicateurs complémentaires, le rendement des actifs (ROA), le rendement des capitaux propres (ROE) et le ratio de TQ, sur quatre horizons temporels successifs allant de l'année de l'acquisition jusqu'à trois ans après l'opération.

Contrairement à la majorité des études existantes qui mobilisent un indice agrégé de distance culturelle, cette étude adopte une approche dimensionnelle dans laquelle chacune des six dimensions culturelles du modèle de Hofstede et Minkov (2010), distance hiérarchique, individualisme, masculinité, évitement de l'incertitude, orientation à long terme et indulgence est estimée séparément. Cette stratégie permet d'identifier les effets propres à chaque dimension et de mieux comprendre les mécanismes culturels sous-jacents à la performance post-acquisition.

Pour parvenir à cet objectif, nous commençons dans un premier temps par définir le cadre conceptuel et la revue de la littérature afin de comprendre les concepts clés du mémoire et de présenter les résultats empiriques déjà documentés sur le sujet. Dans un second temps, nous présentons la démarche méthodologique reposant sur un modèle de régression OLS en coupe transversale, estimé avec des erreurs standards robustes à l'hétéroscédasticité, en incluant un ensemble de variables de contrôle liées aux caractéristiques de l'acquéreur, de la transaction et de l'environnement sectoriel.

Nos résultats indiquent une absence d'effet significatif de la distance culturelle agrégée sur la performance post-acquisition, ce qui conduit au rejet de l'hypothèse principale. Toutefois, l'analyse dimensionnelle révèle des effets différenciés selon les dimensions culturelles, les indicateurs de performance et les horizons temporels considérés. Plus précisément, la dimension d'indulgence présente des effets négatifs sur le ROA à long terme et sur le TQ à court terme, tandis que des effets positifs sont observés pour la masculinité et l'indulgence sur le ROE à moyen terme. Ces résultats suggèrent que la distance culturelle n'est pas un obstacle uniforme à la performance, mais un phénomène multidimensionnel dont les effets varient selon le contexte de l'acquisition. Un test de robustesse réalisé sur un sous-échantillon excluant les cibles américaines confirme la stabilité générale des résultats, bien que certains

effets spécifiques disparaissent ou s'atténuent en l'absence de la forte concentration géographique liée aux États-Unis.

Outre la distance culturelle, les résultats soulignent le rôle prépondérant de la taille de l'acquéreur comme déterminant positif et stable de la performance comptable, ainsi que l'effet négatif différé de la taille de la transaction sur la performance de marché. L'expérience acquisitive apparaît comme un facteur protecteur en contexte culturellement distant, tandis que la similarité sectorielle constitue le prédicteur le plus robuste du TQ. Ces contributions apportent un éclairage empirique sur le comportement acquisitif international des firmes canadiennes, encore insuffisamment étudié dans la littérature existante.

Mots-clés : fusions-acquisitions transfrontalières, distance culturelle, dimensions de Hofstede, performance post-acquisition, firmes canadiennes, ROA, ROE, TQ, régression OLS

Remerciements

Je tiens à exprimer ma profonde reconnaissance et mes remerciements les plus intenses à ma directrice de mémoire Madame Ben Amor Salma, Professeure à l'Université du Québec en Outaouais, pour son soutien indéniable, sa disponibilité et sa confiance tout au long de ce travail de recherche. Ses conseils avisés ont été une source d'inspiration et ont grandement enrichi mon expérience de recherche.

Je souhaite également adresser mes remerciements les plus sincères aux membres de jury, pour avoir consacré leur temps et leur expertise à évaluer ce travail. Mes remerciements s'adressent également aux enseignants du département des sciences administratives de l'Université du Québec en Outaouais.

Je tiens également à exprimer ma gratitude envers ma famille pour leur soutien inconditionnel. Leur encouragement et leur compréhension ont été une source de motivation essentielle

Table des matières

Résumé	i
Remerciements.....	iii
Liste des tableaux	vi
Liste des figures	vii
CHAPITRE 1 : Introduction générale	1
1.1 Justification de la recherche	1
1.2 Objectifs, contributions et questions de recherche	3
CHAPITRE 2 : Revue de littérature et hypothèses	5
2.1 Fusions-acquisitions transfrontalières	5
2.1.1 Définition et typologie des fusions-acquisitions transfrontalières.....	5
2.1.2 Évolution mondiale des fusions-acquisitions transfrontalières	8
2.1.3 Les fusions-acquisitions transfrontalières dans le contexte canadien.....	12
2.2 Distance culturelle	14
2.2.1 Définition du concept de distance culturelle	14
2.2.2 Mesure de la distance culturelle	16
2.2.3 Les dimensions culturelles de Hofstede	18
2.2.4 Rôle de la distance culturelle dans les fusions-acquisitions transfrontalières	20
2.3 Performance post-acquisition des fusions-acquisitions transfrontalières	22
2.3.1 Définition de la performance post-acquisition	22
2.3.2 Mesures de la performance post-acquisition	23
2.3.3 Facteurs influençant la performance post-acquisition des fusions-acquisitions transfrontalières	25
2.4 Résultats de la littérature empirique	28
2.4.1 Impact de la distance culturelle sur la performance post-acquisition.....	28
2.4.2 Facteurs influençant la relation entre la distance culturelle et la performance post-acquisition	30
2.4.3 Synthèse critique de la littérature	32
2.5 Questions de recherche et hypothèses	34

Chapitre 3 : Données et méthodologie	36
3.1 Données	36
3.1.1 Sources de données.....	36
3.1.2 Construction de l'échantillon	37
3.1.3 Traitement des données	38
3.1.4 Définition des variables.....	39
3.2 Méthodologie de recherche	44
3.2.1 Modèle empirique.....	44
3.2.2 Méthode d'estimation.....	45
3.2.3 Tests économétriques	46
Chapitre 4 : Résultats empiriques	47
4.1 Analyse descriptive	47
4.1.1 Statistiques descriptives.....	47
4.1.2 Matrice de corrélation.....	53
4.2 Analyse multivariées	62
4.2.1 Résultats des régressions	62
4.2.2 Synthèse comparative des résultats	82
4.2.3 Test de robustesse — Sous-échantillon hors États-Unis	84
Chapitre 5 : Conclusion générale	89
Références	92

Liste des tableaux

Chapitre 2 — Revue de littérature et hypothèses

Tableau 2.1 Typologie des fusions-acquisitions transfrontalières	8
Tableau 2.2 Évolution des fusions-acquisitions transfrontalières à l'échelle mondiale	10
Tableau 2.3 Répartition sectorielle des fusions-acquisitions transfrontalières au Canada.....	13
Tableau 2.4 Comparaison des principaux instruments de mesure de la distance culturelle	19
Tableau 2.5 Dimensions culturelles selon le modèle de Hofstede (1980, 2011)	21
Tableau 2.6 Effets de la distance culturelle sur la performance post-acquisition des fusions-acquisitions transfrontalières	23
Tableau 2.7 Dimensions de la performance post-acquisition des fusions-acquisitions transfrontalières	25
Tableau 2.8 Mesures de la performance post-acquisition des fusions-acquisitions transfrontalières	27
Tableau 2.9 Facteurs influençant la performance post-acquisition des fusions-acquisitions transfrontalières	29

Chapitre 3 — Données et méthodologie

Tableau 3.1 Synthèse des sources de données	39
Tableau 3.2 Récapitulatif des variables.....	44

Chapitre 4 — Résultats empiriques

Tableau 4.1 Statistiques descriptives des variables de l'étude	56
Tableau 4.2 Matrice des corrélations entre les variables de l'étude (HorizonT ₀).....	64
Tableau 4.3 Matrice des corrélations entre les variables de l'étude (HorizonT ₁).....	65
Tableau 4.4 Matrice des corrélations entre les variables de l'étude (HorizonT ₂).....	66
Tableau 4.5 Matrice des corrélations entre les variables de l'étude (HorizonT ₃).....	67
Tableau 4.6 Résultats des régressions OLS — Variable dépendante : ROA (T ₀).....	72
Tableau 4.7 Résultats des régressions OLS — Variable dépendante : ROA (T ₁).....	73
Tableau 4.8 Résultats des régressions OLS — Variable dépendante : ROA (T ₂).....	74
Tableau 4.9 Résultats des régressions OLS — Variable dépendante : ROA (T ₃).....	75
Tableau 4.10 Résultats des régressions OLS — Variable dépendante : ROE (T ₀)	78

Tableau 4.11 Résultats des régressions OLS — Variable dépendante : ROE (T_1)	79
Tableau 4.12 Résultats des régressions OLS — Variable dépendante : ROE (T_2)	80
Tableau 4.13 Résultats des régressions OLS — Variable dépendante : ROE (T_3)	81
Tableau 4.14 Résultats des régressions OLS — Variable dépendante : TQ (T_0)	86
Tableau 4.15 Résultats des régressions OLS — Variable dépendante : TQ (T_1)	87
Tableau 4.16 Résultats des régressions OLS — Variable dépendante : TQ (T_2)	88
Tableau 4.17 Résultats des régressions OLS — Variable dépendante : TQ (T_3)	90
Tableau 4.18 Synthèse des effets significatifs de la distance culturelle sur la performance post-acquisition	93
Tableau 4.19 Synthèse des effets de la distance culturelle — Sous-échantillon hors États-Unis (test de robustesse)	95
Tableau 4.20 Synthèse du rôle des variables de contrôle — Sous-échantillon hors États-Unis (test de robustesse)	96

Liste des figures

Chapitre 2 — Revue de littérature et hypothèses

Figure 2.1 Évolution de la valeur des fusions-acquisitions transfrontalières à l'échelle mondiale (2000–2024)	11
Figure 2.2 Répartition sectorielle des fusions-acquisitions transfrontalières au Canada	14

CHAPITRE 1 : Introduction générale

1.1 Justification de la recherche

Les fusions-acquisitions transfrontalières constituent l'un des phénomènes les plus marquants de la mondialisation économique contemporaine. En permettant aux entreprises d'accéder à de nouveaux marchés, d'acquérir des ressources stratégiques et de renforcer leur position concurrentielle à l'échelle internationale, elles représentent un vecteur central de croissance externe pour les firmes multinationales (UNCTAD, 2024). Leur valeur mondiale a atteint un niveau record d'environ 1 637 milliards de dollars en 2007, témoignant de leur importance croissante dans les stratégies d'internationalisation des grandes entreprises.

Malgré leur attrait stratégique, les fusions-acquisitions transfrontalières sont associées à des taux d'échec particulièrement élevés. De nombreuses études empiriques documentent une détérioration de la performance post-acquisition, attribuée à la complexité des processus d'intégration organisationnelle et aux divergences entre les environnements économiques, institutionnels et culturels des entreprises concernées (King et al., 2004 ; Stahl et Voigt, 2008). Ces constats ont conduit la recherche en finance internationale à s'interroger sur les déterminants non financiers de la performance, parmi lesquels la distance culturelle occupe une place centrale.

La distance culturelle correspond à l'écart entre les valeurs, normes et pratiques organisationnelles de deux sociétés (Shenkar, 2001 ; Beugelsdijk et al., 2018). Dans le contexte des fusions-acquisitions transfrontalières, elle se manifeste principalement lors de la phase d'intégration post-acquisition, qui constitue une étape déterminante dans la création de valeur. Des écarts importants entre les modes de décision, les styles de management et les pratiques organisationnelles peuvent compliquer la coordination entre les entreprises fusionnées, ralentir la réalisation des synergies attendues et générer des conflits culturels susceptibles de détériorer la performance à long terme (Chen et al., 2022 ; Stahl et Voigt, 2008).

L'acquisition de Chrysler par Daimler-Benz en 1998 illustre de manière emblématique ces enjeux. Les divergences entre la culture allemande, caractérisée par une forte hiérarchie et une structure organisationnelle formalisée, et la culture américaine, plus flexible et orientée vers la performance individuelle, ont engendré des conflits managériaux et une mauvaise intégration des équipes, contribuant à l'échec de l'opération et à la revente de Chrysler en 2007.

Cependant, la relation entre distance culturelle et performance post-acquisition ne se réduit pas à un effet négatif univoque. Certains travaux empiriques (Morosini et al., 1998 ; Reus et Lamont, 2009 ; Moura et al., 2023) montrent que la distance culturelle peut également constituer une source d'apprentissage organisationnel, d'innovation et d'accès à des compétences complémentaires, favorisant dans certains cas la création de valeur après l'acquisition. L'acquisition de Jaguar Land Rover par Tata Motors en 2008 en offre une illustration, en combinant des savoir-faire issus de contextes culturels distincts pour favoriser l'innovation et la croissance.

La littérature empirique sur ce sujet demeure donc marquée par une forte hétérogénéité des résultats. Certaines études documentent un effet négatif significatif de la distance culturelle sur la performance post-acquisition (Chen et al., 2022 ; Stahl et Voigt, 2008), tandis que d'autres identifient des effets positifs (Morosini et al., 1998) ou des relations non linéaires (Reus et Lamont, 2009). La méta-analyse de Beugelsdijk et al. (2018) confirme l'absence d'effet uniforme, soulignant que l'impact de la distance culturelle varie fortement selon les contextes étudiés, les mesures retenues et les horizons temporels considérés.

Par ailleurs, la majorité des travaux existants mobilisent un indice agrégé de distance culturelle, tel que celui proposé par Kogut et Singh (1988), qui synthétise en une mesure unique l'ensemble des dimensions du modèle de Hofstede. Cette approche agrégée présente cependant l'inconvénient de masquer les effets propres à chaque dimension culturelle, qui peuvent agir de manière différenciée, voire opposée, selon les indicateurs de performance et les horizons temporels considérés. Des travaux récents recommandent à cet égard une analyse désagrégée des dimensions culturelles afin de mieux comprendre les mécanismes sous-jacents (Shenkar, 2001).

Enfin, le rôle du contexte national de l'entreprise acquéreuse reste peu exploré dans la littérature (Beugelsdijk et al., 2018 ; Dikova et al., 2022). Le cas canadien est à cet égard particulièrement pertinent. Le Canada figure parmi les principaux pays investisseurs à l'échelle mondiale (UNCTAD, 2023), avec des acquisitions transfrontalières fortement concentrées vers les États-Unis, représentant environ 60 % des transactions, tout en s'étendant progressivement vers l'Europe, l'Asie et les économies émergentes. Ce contexte, combiné à l'ouverture commerciale du pays et à la diversité culturelle de ses entreprises, en fait un terrain d'analyse encore insuffisamment étudié dans la littérature empirique sur les fusions-acquisitions internationales.

1.2 Objectifs, contributions et questions de recherche

La problématique de l'impact de la distance culturelle sur la performance des fusions-acquisitions transfrontalières demeure l'une des questions les plus débattues en finance internationale. Les résultats empiriques disponibles restent hétérogènes, partiellement en raison de différences dans les mesures retenues, les contextes analysés et les horizons temporels mobilisés. Si certaines études s'accordent sur l'existence d'une relation négative moyenne (Stahl et Voigt, 2008 ; Chen et al., 2022), d'autres documentent des effets neutres ou positifs selon les conditions dans lesquelles les acquisitions sont réalisées (Morosini et al., 1998 ; Moura et al., 2023).

L'objectif principal de ce mémoire est d'analyser l'impact de la distance culturelle sur la performance post-acquisition des fusions-acquisitions transfrontalières impliquant des firmes canadiennes cotées en bourse sur la période 2015–2022. Contrairement à la majorité des études existantes, qui reposent sur des échantillons principalement composés d'entreprises américaines ou européennes, cette étude se concentre sur le contexte canadien, qui présente des caractéristiques institutionnelles et géographiques spécifiques permettant d'enrichir la compréhension des déterminants culturels de la performance post-acquisition.

Cette étude présente plusieurs contributions originales par rapport à la littérature existante. Premièrement, elle adopte une approche dimensionnelle dans laquelle chacune des six dimensions culturelles du modèle de Hofstede et Minkov (2010) est estimée séparément, plutôt que d'être agrégée en un indice composite unique. Cette stratégie permet d'identifier les effets propres à chaque dimension selon les indicateurs de performance et les horizons temporels considérés, et de mieux comprendre les mécanismes culturels sous-jacents à la performance post-acquisition.

Deuxièmement, la performance est analysée à travers trois indicateurs complémentaires, le ROA, le ROE et le TQ, mesurés sur quatre horizons temporels successifs, de l'année de l'acquisition jusqu'à trois ans après l'opération. Cette approche multidimensionnelle et dynamique permet de distinguer les réactions à court terme du marché des effets opérationnels qui se manifestent plus progressivement dans les états financiers des entreprises.

Troisièmement, l'étude porte sur un échantillon de 542 fusions-acquisitions transfrontalières impliquant des acquéreurs canadiens et des cibles situées dans 58 pays différents, ce qui constitue, à notre connaissance, l'une des analyses les plus exhaustives du comportement acquisitif international des firmes canadiennes à ce jour. Un test de robustesse est par ailleurs

réalisé sur un sous-échantillon excluant les cibles américaines afin d'évaluer la stabilité des résultats face à la forte concentration géographique de l'échantillon principal.

Ainsi, le présent mémoire adresse la question de recherche suivante : **Quel est l'impact de la distance culturelle entre le Canada et le pays cible sur la performance post-acquisition des fusions-acquisitions transfrontalières impliquant des firmes canadiennes ?**

Le présent mémoire s'organise comme suit. Le deuxième chapitre présente la revue de littérature, couvrant les définitions et typologies des fusions-acquisitions transfrontalières, le concept et les mesures de la distance culturelle, les dimensions culturelles de Hofstede ainsi que les résultats empiriques sur leur relation avec la performance post-acquisition. Les hypothèses de recherche sont formulées à la fin de ce chapitre. Le troisième chapitre décrit les données mobilisées, la construction de l'échantillon, la définition des variables et la méthodologie économétrique retenue. Le quatrième chapitre présente les résultats empiriques, incluant l'analyse descriptive, la matrice de corrélation, les résultats des régressions et le test de robustesse. Le cinquième chapitre propose une discussion des résultats au regard de la littérature, examine les mécanismes économiques sous-jacents, formule des implications managériales et énonce les limites de l'étude, avant de conclure par une synthèse générale des principaux apports.

CHAPITRE 2 : Revue de littérature et hypothèses

2.1 Fusions-acquisitions transfrontalières

2.1.1 Définition et typologie des fusions-acquisitions transfrontalières

Les fusions-acquisitions constituent un mécanisme central de transformation et de développement des entreprises. Selon l'UNCTAD (2024), elles correspondent à des opérations par lesquelles une entreprise prend le contrôle total ou partiel d'une autre entreprise, dans un objectif de développement stratégique. À cet égard, les fusions-acquisitions s'inscrivent dans une logique de croissance externe. Contrairement à la croissance interne, elles ne reposent pas sur un développement progressif des capacités. Elles permettent plutôt une expansion rapide de l'entreprise et l'accès à de nouvelles ressources (Sun et al., 2021 ; UNCTAD, 2024).

La prise de contrôle peut se faire de deux manières : soit par l'acquisition d'une participation majoritaire, soit par l'intégration directe des actifs de l'entreprise cible (Ghauri et Buckley, 2003). Dans ce cadre, Candra et al. (2021) distinguent clairement la fusion de l'acquisition, même si ces deux opérations sont souvent regroupées sous le même terme. Plus précisément, la fusion correspond à la réunion de deux entreprises en une seule entité nouvelle, où les structures initiales disparaissent généralement. À l'inverse, l'acquisition désigne la prise de contrôle d'une entreprise par une autre, soit par une participation majoritaire, soit par l'achat de ses actifs. Ainsi, cette distinction repose principalement sur la structure juridique et la nature du contrôle. La fusion implique la création d'une nouvelle entité, tandis que l'acquisition correspond à un contrôle unilatéral (DePamphilis, 2023).

Les fusions-acquisitions répondent à plusieurs objectifs stratégiques dans le développement des entreprises. Cela passe surtout par la réalisation d'économies d'échelle, qui améliorent l'efficacité globale (Devos et al, 2009). À l'international, les fusions-acquisitions transfrontalières présentent des opérations dans lesquelles une entreprise située dans un pays prend le contrôle total ou partiel d'une entreprise localisée dans un autre pays (UNCTAD, 2024). Elles impliquent des entreprises évoluant dans des environnements différents, qu'ils soient économiques, institutionnels ou organisationnels.

Ces opérations sont généralement considérées comme un mode d'internationalisation des entreprises. En effet, elles soutiennent l'expansion au-delà des frontières nationales et facilitent le développement à l'international (UNCTAD, 2024). Cependant, les fusions-acquisitions transfrontalières se distinguent des opérations domestiques par les différences

existantes entre les environnements institutionnels des pays concernés. Ghauri et Buckley (2003) soulignent que chaque pays possède ses propres règles économiques, juridiques et organisationnelles, notamment en matière de droit des sociétés, de réglementation des investissements et de protection des actionnaires. À cela s'ajoutent des différences de systèmes de gouvernance d'entreprise, qui influencent notamment la gestion et les relations entre les parties prenantes (Ghauri et Buckley, 2003 ; Dikova et al., 2022).

De ce fait, ces écarts accroissent la complexité organisationnelle des opérations, obligeant les entreprises à adapter leurs pratiques de gestion et leurs processus décisionnels à des cadres variés. Les fusions-acquisitions transfrontalières exigent donc une coordination plus importante et une forte capacité d'adaptation (Stahl et Voigt, 2008 ; UNCTAD, 2024).

Plusieurs travaux récents proposent de classifier les fusions-acquisitions transfrontalières afin d'analyser leurs caractéristiques et leurs objectifs (Irwin, 2025 ; García-Nieto et al., 2024 ; Huikku et al., 2025 ; Hajiyeve et al., 2024). Ces classifications reposent sur différents critères. Certains travaux comme Irwin (2025) et García-Nieto et al. (2024) mettent l'accent sur les objectifs stratégiques poursuivis. Il peut s'agir de l'accès à de nouveaux marchés, l'acquisition de ressources ou le renforcement de la position concurrentielle. D'autres se concentrent plutôt sur les caractéristiques propres de l'opération, comme la taille des entreprises, les modalités juridiques ou les mécanismes financiers. Toutefois, l'approche la plus utilisée repose sur la relation entre les entreprises. Elle s'appuie sur le degré de similarité ou de complémentarité de leurs activités. Cette approche permet de mieux comprendre les logiques économiques et organisationnelles sous-jacentes (Hajiyeve et al., 2024 ; Candra et al., 2021).

Sur cette base, on distingue trois formes principales de fusions-acquisitions ont été proposées pour mieux analyser les relations existantes entre les entreprises impliquées dans ces opérations (Candra et al., 2021 ; Ghauri et Buckley, 2003).

La première catégorie correspond aux fusions-acquisitions horizontales, qui concernent des entreprises opérant dans le même secteur d'activité et souvent sur un même marché (Candra et al., 2021). Dans ce type d'opération, l'entreprise acquéreuse cherche à renforcer sa position concurrentielle en augmentant sa part de marché ou en consolidant sa présence dans un secteur donné (Ghauri et Buckley, 2003). Elles permettent également de bénéficier d'économies d'échelle.

Deuxièmement, les fusions-acquisitions verticales sont réalisées entre des entreprises situées à différents stades de la chaîne de valeur (Candra et al., 2021). Dans ce cas, une entreprise peut acquérir un fournisseur ou un distributeur. Cela permet de mieux contrôler certaines étapes de

la production ou de la commercialisation. L'objectif est principalement de sécuriser les approvisionnements et à optimiser l'organisation de la chaîne de valeur (Ghauri et Buckley, 2003).

Troisièmement, les fusions-acquisitions conglomerales renvoient à des opérations par lesquelles les entreprises impliquées appartiennent à des secteurs d'activité différents et ne présentent aucun lien direct entre leurs activités (Candra et al., 2021). Ces opérations visent surtout la diversification. Il permet à l'entreprise acquéreuse de réduire sa dépendance à un seul secteur et de mieux répartir les risques.

La distinction entre fusions-acquisitions horizontales, verticales et conglomerales permet de mieux comprendre les différentes logiques stratégiques qui peuvent motiver la réalisation de ces opérations (Ghauri et Buckley, 2003). Plusieurs exemples permettent d'illustrer ces différentes formes de fusions-acquisitions transfrontalières. L'acquisition de WhatsApp par Facebook en 2014 constitue une opération horizontale transfrontalière, dans la mesure où les deux entreprises opèrent dans le secteur des technologies de communication numérique. De même, l'acquisition de Whole Foods par Amazon en 2017 illustre une opération de type vertical, permettant à Amazon d'intégrer la distribution physique dans sa chaîne de valeur. Enfin, l'acquisition de MGM par Amazon en 2022 correspond à une opération conglomerale, les deux entreprises opérant dans des secteurs distincts, à savoir le commerce électronique et la production cinématographique.

Tableau 2.1 : Typologie des fusions-acquisitions transfrontalières

Le tableau 2.1 présente les principaux types de fusions-acquisitions transfrontalières, en distinguant leurs caractéristiques et leurs objectifs.

Type de Feta	Définition	Objectif principal	Exemple
Horizontale	Entre entreprises opérant dans le même secteur d'activité	Augmentation de la part de marché	Acquisition de WhatsApp par Facebook en 2014
Verticale	Entre entreprises situées à différents stades de la chaîne de valeur	Contrôle des approvisionnements et de la distribution	Acquisition de Whole Foods par Amazon en 2017
Conglomérale	Entre entreprises appartenant à des secteurs différents	Diversification des activités	Acquisition de MGM par Amazon en 2022

Source : Élaboration de l'auteur à partir de Gaughan (2018) et Candra et al (2021)

2.1.2 Évolution mondiale des fusions-acquisitions transfrontalières

Les fusions-acquisitions jouent un rôle important dans la dynamique de la mondialisation. Ce rôle a été mis en évidence par Hopkins (1999) et confirmé par des travaux plus récents (Wójcik et al., 2022 ; UNCTAD, 2024). En particulier pour les entreprises multinationales, dans la mesure où elles leur permettent d'accéder à de nouveaux marchés tout en intégrant des ressources situées à l'étranger.

En effet, leur développement s'explique par l'augmentation des flux d'investissements internationaux et par la formation de réseaux économiques transnationaux (Martynova et Renneboog 2008). L'évolution des fusions-acquisitions transfrontalières s'inscrit dans une dynamique marquée par plusieurs vagues successives. Ces phases d'intensification sont associées aux transformations économiques et financières (Hopkins, 1999).

Historiquement, si les premières vagues apparaissent dès le début du XX^e siècle, les opérations transfrontalières se développent surtout à partir des années 1980–1990. Cette évolution s'explique par la libéralisation des marchés, qui a facilité les investissements internationaux ainsi que le financement des acquisitions. La vague des années 1990 est caractérisée par l'intensification des échanges et les programmes de privatisation. Jusqu'au

début des années 2000, le développement des technologies de l'information et l'expansion des marchés financiers renforcent cette dynamique, notamment dans les secteurs des télécommunications et des technologies.

Cette évolution atteint un premier pic autour de l'année 2000. La valeur des fusions-acquisitions transfrontalières dépasse alors 1 100 milliards de dollars (UNCTAD, 2001). La tendance reprend ensuite et atteint un niveau record en 2007, estimé à environ 1 637 milliards de dollars, avant le retournement lié à la crise financière mondiale (UNCTAD, 2008).

À la suite de cette crise, les fusions-acquisitions transfrontalières connaissent un effondrement marqué. Leur valeur chute à environ 240 milliards de dollars en 2009, soit une baisse de près de 66 % par rapport à 2008, en raison de la contraction brutale des investissements internationaux et de l'assèchement des conditions de financement (UNCTAD, 2010). Par la suite, une reprise progressive s'observe. Au milieu des années 2010, les niveaux se redressent, atteignant environ 720 milliards de dollars en 2015, tout en restant sensibles aux conditions économiques mondiales (UNCTAD, 2016).

Cette évolution est de nouveau perturbée par la pandémie de COVID-19. En 2020, la valeur des fusions-acquisitions transfrontalières recule à environ 475 milliards de dollars, sous l'effet de la suspension de nombreux projets d'acquisition et de la forte contraction des investissements dans les économies développées (UNCTAD, 2021). À partir de 2021, un rebond marqué apparaît. Les fusions-acquisitions transfrontalières atteignent environ 737 milliards de dollars, soit une hausse de 43 % par rapport à 2020, portées par des conditions financières favorables, la reprise des marchés et une réorganisation stratégique des entreprises à l'échelle internationale (UNCTAD, 2022).

Toutefois, cette reprise reste temporaire. En 2022, les fusions-acquisitions transfrontalières reculent à environ 707 milliards de dollars, sous l'effet du resserrement des conditions financières, des tensions géopolitiques et du ralentissement économique mondial (UNCTAD, 2023). Ce recul s'accroît en 2023, la valeur des opérations tombant à environ 378 milliards de dollars, soit une baisse d'environ 46 % par rapport à 2022, en raison du maintien de taux d'intérêt élevés et de la contraction des financements internationaux (UNCTAD, 2024). En 2024, l'activité se redresse modérément, les fusions-acquisitions transfrontalières atteignant environ 440 milliards de dollars, portées principalement par une forte hausse des acquisitions aux États-Unis, bien que l'environnement économique mondial demeure incertain (UNCTAD, 2025).

En 2025, les données disponibles pour le premier semestre indiquent un recul des fusions-acquisitions dans les économies développées, les niveaux annuels restant incertains en l'absence de données consolidées (UNCTAD, 2025).

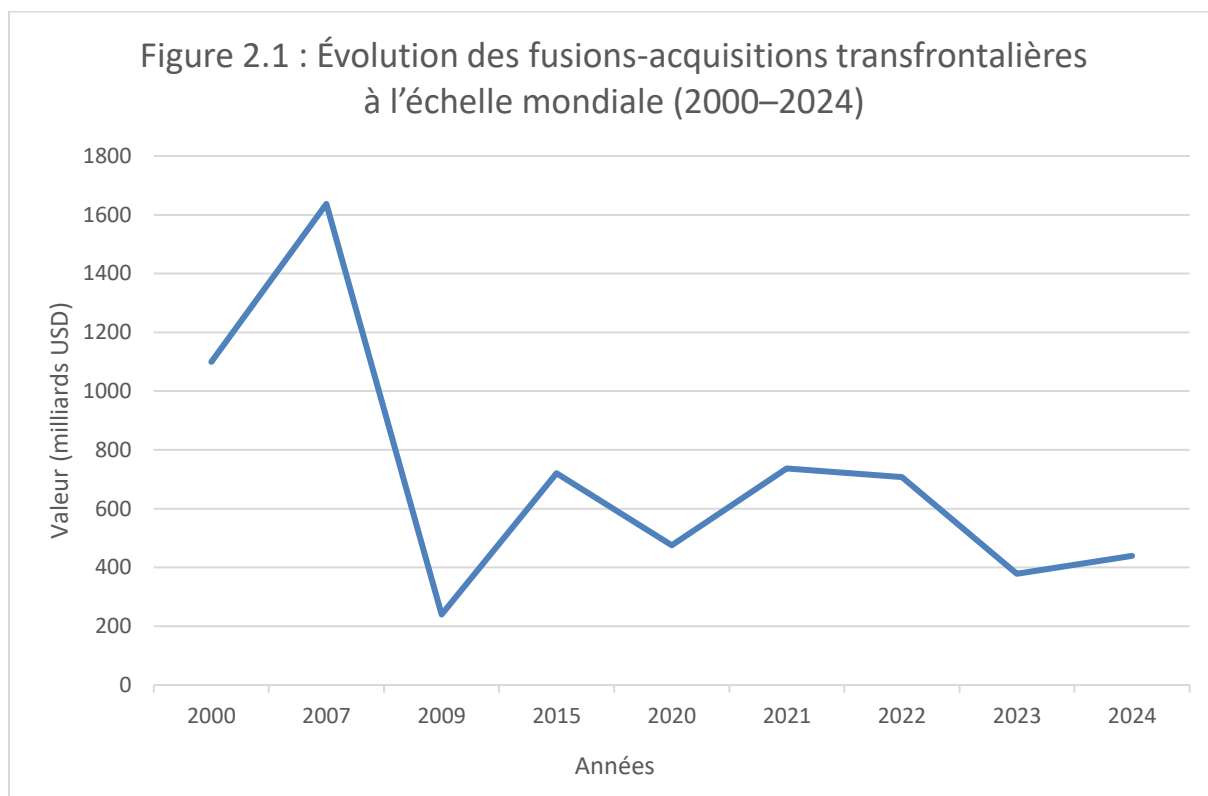
Tableau 2.2 : Évolution des fusions-acquisitions transfrontalières à l'échelle mondiale

Le tableau 2.2 synthétise l'évolution des fusions-acquisitions transfrontalières à l'échelle mondiale au cours des principales périodes.

Vagues	Valeur (USD)	Évolution	Contexte
2000	Environ 1 100 milliards	Pic historique	Mondialisation, ouverture des marchés
2007	Environ 1 637 milliards	Niveau record	Expansion financière mondiale
2009	Environ 240 milliards	Effondrement (−66 %)	Crise financière mondiale
2015	Environ 720 milliards	Reprise progressive	Stabilisation économique
2020	Environ 475 milliards	Forte baisse	Pandémie COVID-19
2021	Environ 737 milliards	Forte reprise (+43 %)	Conditions financières favorables, rebond post-pandémie
2022	Environ 707 milliards	Recul (−4 %)	Inflation, tensions géopolitiques
2023	Environ 378 milliards \$	Fort recul (−46 %)	Taux d'intérêt élevés, contraction des financements
2024	Environ 440 milliards \$	Légère reprise (+14 %)	Hausse portée par les États-Unis, environnement incertain
2025	Données partielles non consolidées	Recul en cours (S1)	Tensions géopolitiques, incertitude économique mondiale

Source : Élaboration de l'auteur à partir de UNCTAD, World Investment Report.

La figure 2.1 illustre l'évolution de la valeur des fusions-acquisitions transfrontalières à l'échelle mondiale sur la période 2000–2024.



Source : Élaboration de l'auteur à partir de UNCTAD, World Investment Report.

Le graphique ci-dessous présente l'évolution de la valeur des fusions-acquisitions transfrontalières à l'échelle mondiale sur la période étudiée. Il met en évidence leur caractère cyclique. On observe une phase d'expansion jusqu'au pic de 2007, suivie d'un effondrement lors de la crise de 2008–2009, puis une reprise progressive. La diminution en 2020 s'explique par la pandémie de COVID-19, tandis que le rebond de 2021 est lié à des conditions financières favorables. À partir de 2022, une nouvelle baisse apparaît, qui s'accroît fortement en 2023, avant une légère reprise en 2024, dans un contexte économique mondial demeurant incertain. Au départ, ces opérations sont dominées par les économies développées, notamment l'Amérique du Nord, l'Europe occidentale et le Japon. Cela reflète la maturité de leurs marchés financiers et le poids de leurs entreprises multinationales. Avec le temps, les économies émergentes prennent une place plus importante. Cette évolution est liée à leur croissance économique et à l'émergence de grandes entreprises capables de participer à ces opérations.

2.1.3 Les fusions-acquisitions transfrontalières dans le contexte canadien

Les données internationales indiquent que le Canada figure parmi les principaux pays investisseurs et récepteurs d'IDE (UNCTAD, 2023 ; Statistique Canada, 2024).

Le Canada se caractérise par une double position, à la fois comme investisseur à l'étranger et comme destination des investissements étrangers (UNCTAD, 2023). Selon le World Investment Report 2023 de la CNUCED, les flux d'investissement direct étranger au Canada atteignent environ 59 milliards de dollars en 2022, tandis que les investissements canadiens à l'étranger se sont élevés à environ 92 milliards de dollars (UNCTAD, 2023).

Cette situation montre tout d'abord que les entreprises canadiennes renforcent leur présence à l'étranger à travers des opérations de fusion-acquisition (Brakman et al., 2006 ; UNCTAD, 2024), où ces opérations leur permettent d'accéder à de nouveaux marchés et d'acquérir des ressources stratégiques, telles que les technologies et les compétences. À cet égard, le Canada s'inscrit principalement dans des relations économiques étroites avec les États-Unis, qui constituent le principal partenaire du pays en raison de la proximité géographique et du degré élevé d'intégration économique. Les États-Unis représentent une part significative des transactions de fusions-acquisitions impliquant le Canada, avec environ 50 % à 60 % des opérations transfrontalières réalisées entre les deux pays (Özgür et Wirl, 2020 ; Statistique Canada, 2024).

Cependant, les entreprises canadiennes ont progressivement diversifié leurs investissements, en se tournant davantage vers l'Europe, l'Asie et certaines économies émergentes. Ces opérations concernent plusieurs secteurs stratégiques dans lesquels le Canada dispose d'avantages comparatifs (Statistique Canada, 2024 ; Gouvernement du Canada, 2023).

Les ressources naturelles occupent une place centrale, notamment dans l'énergie et l'industrie minière, représentant une part importante des transactions, estimée entre 30 % et 40 % des fusions-acquisitions transfrontalières (Statistique Canada).

Le secteur financier constitue également un pilier important, avec une contribution généralement comprise entre 15 % et 25 %, portée par les grandes institutions en quête d'expansion internationale (Statistique Canada).

Par ailleurs, les technologies forment un secteur en croissance, dont la part, bien que variable selon les périodes, représente généralement entre 10 % et 20 % des opérations, et tend à augmenter progressivement en réponse au besoin croissant du marché en technologies (Statistique Canada).

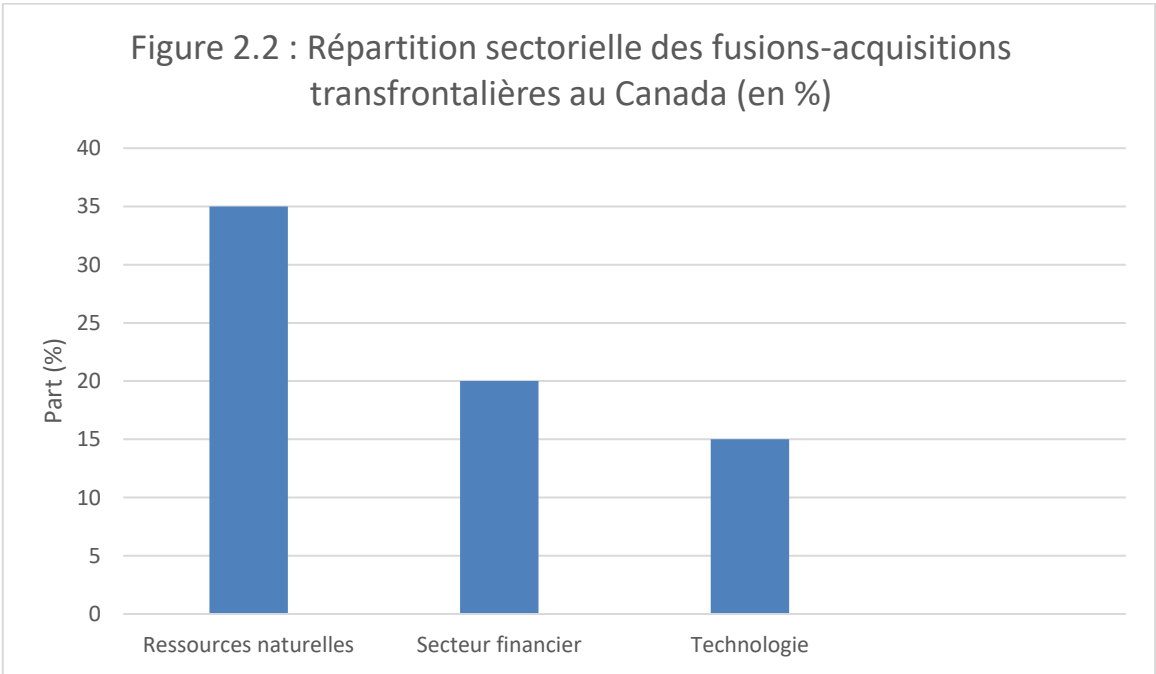
Tableau 2.3 : Répartition sectorielle des fusions-acquisitions transfrontalières au Canada

Le tableau 2.3 et la figure 2.2 présentent les principaux secteurs concernés par les fusions-acquisitions transfrontalières au Canada.

Secteur	Importance	Part (%)	Caractéristiques principales
Ressources naturelles	Très élevée	30–40 %	Exploitation des ressources (énergie, mines), forte attractivité pour les investisseurs étrangers
Secteur financier	Élevée	15–25 %	Internationalisation des institutions financières, expansion des services bancaires et d’assurance
Secteur technologique	Croissante	10–20 %	Développement de l’innovation, montée des entreprises technologiques, attractivité croissante

Source : Élaboration de l’auteur à partir de UNCTAD (2023) et Statistique Canada (2024).

La figure suivante présente la répartition des fusions-acquisitions transfrontalières par secteur au Canada.



Source : Élaboration de l’auteur à partir de UNCTAD (2023) et Statistique Canada (2024)

D'autre part, le Canada reste une destination attractive pour les investissements étrangers. Cette attractivité repose sur la stabilité de son environnement économique, l'abondance de ses ressources naturelles et son accès au marché nord-américain. Dans ce contexte, les fusions-acquisitions transfrontalières impliquant des entreprises étrangères au Canada s'inscrivent dans un cadre institutionnel structuré, au sein duquel les autorités publiques encadrent les investissements internationaux.

La législation canadienne prévoit des mécanismes d'examen des transactions, notamment dans les secteurs stratégiques. Ces examens visent à évaluer leur contribution à l'économie nationale ainsi que les enjeux de sécurité (Investment Canada Act Report, 2023).

Comme on peut l'observer, certaines acquisitions dépassant un seuil d'environ 1,3 milliard de dollars canadiens peuvent être soumises à un examen approfondi en vertu de la Loi sur Investissement Canada, tandis qu'un volume d'examens non négligeable est enregistré chaque année.

Du point de vue des investisseurs étrangers, les fusions-acquisitions au Canada se concentrent dans certains secteurs clés. Il s'agit principalement des ressources naturelles, des services financiers et des technologies. Cette concentration s'explique par leur importance stratégique et leur contribution à la croissance économique du pays. Ce cadre crée ainsi un environnement d'investissement à la fois stable et strictement encadré.

Enfin, le contexte canadien constitue un cadre d'analyse pertinent pour l'étude des fusions-acquisitions transfrontalières. L'expansion internationale des entreprises canadiennes les conduit à intervenir dans des environnements variés. Dans cette perspective, La littérature s'intéresse donc aux facteurs qui influencent la performance de ces opérations, notamment à travers l'analyse des déterminants de la performance post-acquisition.

2.2 Distance culturelle

2.2.1 Définition du concept de distance culturelle

Dans les sciences sociales et en management international, Hofstede (1980) définit la culture comme un ensemble de valeurs et de normes qui influencent les comportements et les interactions des individus. Ce constat est confirmé par des travaux plus récents (Beugelsdijk et al., 2018).

Au sein des organisations, la culture structure les relations de travail, les modes de décision et la communication. Elle façonne aussi les pratiques organisationnelles (Hofstede, 1980). Dans

un contexte d'internationalisation, son rôle devient central. Les entreprises doivent interagir avec des partenaires provenant de pays différents, ce qui renforce l'impact des différences culturelles.

La distance culturelle correspond à l'écart entre les valeurs, normes et pratiques organisationnelles de deux sociétés (Shenkar, 2001 ; Beugelsdijk et al., 2018). Elle exprime les différences culturelles entre les environnements nationaux, notamment en matière d'autorité, de communication et de gestion. Elle permet ainsi d'évaluer le degré de similarité entre les cultures.

D'après Beugelsdijk et al. (2018), ce concept occupe une place centrale dans la littérature sur les activités économiques internationales, où il est mobilisé pour analyser les relations et les dynamiques d'interaction dans les environnements internationaux.

Plusieurs cadres théoriques permettent de conceptualiser ce phénomène. Une première perspective propose une approche de nature quantitative. Stahl et Voigt (2008), considère la distance culturelle comme un écart mesurable entre les systèmes de valeurs nationaux, calculé à partir des dimensions culturelles de Geert Hofstede. Shenkar (2001) adopte quant à lui une approche critique. Il considère que la distance culturelle ne se limite pas à un écart objectif. Elle dépend également de la perception des acteurs, ce qui influence les décisions et les résultats organisationnels. Par ailleurs, d'autres travaux, notamment ceux de Morosini (1998) et Chen et al. (2022), mettent en évidence le rôle de la culture dans les processus d'apprentissage organisationnel et de transfert des connaissances.

Toutefois, malgré son importance, la distance culturelle présente certaines limites. Elle ne peut être réduite à une comparaison statique entre pays, car les perceptions des différences culturelles varient selon les individus et les organisations (Shenkar, 2001 ; Beugelsdijk et al., 2018). Ainsi, elle dépend également de la manière dont les parties prenantes interprètent les différences culturelles. Néanmoins, elle reste un outil analytique central pour l'étude des interactions entre acteurs issus de pays différents.

Sur le plan conceptuel, la distance culturelle est généralement définie à partir des dimensions proposées par Geert Hofstede. Ces dimensions permettent de comparer les environnements culturels entre pays (Chen et al., 2022). Sur le plan empirique, la mesure repose le plus souvent sur ces mêmes dimensions de Hofstede. L'indice de Kogut et Singh (1988) constitue, à cet égard, l'une des méthodes les plus utilisées dans la littérature pour quantifier ces écarts. Il agrège les différences observées entre dimensions culturelles pour quantifier les écarts (Kogut et Singh, 1988). Cette approche facilite son intégration dans les analyses quantitatives des activités économiques internationales.

Dans ce mémoire, cet indice est retenu afin de mesurer la distance culturelle entre les pays étudiés. Les différentes approches de mesure seront présentées dans la section suivante.

2.2.2 Mesure de la distance culturelle

Bien que la distance culturelle constitue un concept théorique lié aux différences de valeurs, de normes et de pratiques entre les sociétés. Sa mesure directe reste difficile en raison de son caractère abstrait et multidimensionnel (Shenkar, 2001 ; Beugelsdijk et al., 2018).

Face à cette difficulté, plusieurs indicateurs quantitatifs ont été développés dans le but de comparer les environnements culturels et de mesurer les écarts entre pays. Ces approches transforment un concept théorique en variable observable, facilitant son intégration dans les analyses empiriques.

La mesure de la distance culturelle s'est initialement développée à partir des travaux de Hofstede (1980). Il a proposé un ensemble de dimensions servant à comparer les cultures des pays, telles que la distance hiérarchique, l'individualisme, le contrôle de l'incertitude, la masculinité versus féminité, l'orientation à long terme versus orientation à court terme. Par la suite, Hofstede en collaboration avec Minkov venant compléter le cadre initial. Une sixième dimension a été ajoutée, à savoir l'indulgence versus retenue (Hofstede et Minkov, 2011).

Au fil des années, d'autres méthodes ont été développées afin de mieux appréhender la complexité des différences culturelles entre les sociétés. Le projet GLOBE (House et al., 2004), par exemple, propose un cadre fondé sur neuf dimensions culturelles, offrant une analyse plus détaillée des pratiques et des valeurs organisationnelles. Tandis que Berry et al. (2010) introduisent une approche plus large. Ils intègrent, en plus de la distance culturelle, des distances institutionnelles, linguistiques et géographiques. D'autres travaux s'appuient sur les données du World Values Survey, permettant de mesurer les valeurs sociales à partir d'enquêtes internationales comparables.

Cependant, plusieurs critiques ont été formulées dans la littérature, notamment par Shenkar (2001). Selon lui, la distance culturelle ne se réduit pas à un écart objectif entre pays, mais dépend également de la perception des acteurs et du contexte dans lequel s'inscrivent les interactions. Il met également en garde contre l'utilisation d'un indicateur unique, qui peut simplifier des réalités complexes et masquer les effets propres à chaque dimension.

Malgré ces limites, les dimensions de Hofstede restent un cadre de référence largement mobilisé dans les recherches en management international, en raison de leur large

disponibilité pour un grand nombre de pays et de leur relative stabilité dans le temps (Beugelsdijk et al., 2018).

Pour une application empirique des dimensions de Hofstede, l'indice proposé par Kogut et Singh (1988) constitue l'une des mesures les plus utilisées (Li et Liu, 2021). Il permet de construire un indicateur synthétique afin de mesurer la distance culturelle entre pays.

Équation 2.1 : Indice de distance culturelle de Kogut et Singh (1988)

$$\text{DISTANCE CULTURELLE } i,j = 1/N \sum_{k=1}^n \left(\frac{(I_{ki} - I_{kj})^2}{V_k} \right)$$

- I_{ki}, I_{kj} , Les scores du pays d'origine i et du pays cibles j pour la dimension culturelle k ,
- V_k La variance de la dimension k ,
- N Le nombre total de dimensions culturelles retenues.

Source : Kogut et Singh (1988), calcul basé sur les dimensions de Hofstede (1980).

Cet indice repose sur la combinaison des écarts observés sur les différentes dimensions culturelles de Hofstede. Concrètement, les scores de chaque pays sont comparés pour chaque dimension. Ces écarts sont ensuite normalisés afin d'assurer leur comparabilité et d'éviter qu'une dimension domine les autres (Bruce Kogut et Harbir Singh, 1988). Ces écarts normalisés sont ensuite combinés pour former un indicateur global de distance culturelle. Cette méthode permet de transformer des différences multidimensionnelles en une mesure unique, facilitant les comparaisons dans les analyses empiriques (Kogut et Singh, 1988). Par exemple, deux pays présentant des écarts importants sur plusieurs dimensions culturelles auront un indice de distance culturelle plus élevé.

Dans ce mémoire, la distance culturelle est mesurée à partir de l'indice de Kogut et Singh (1988), fondé sur les dimensions culturelles de Hofstede. Ce choix s'explique par son utilisation largement répandue dans la littérature, ce qui permet d'assurer la comparabilité des résultats avec les travaux antérieurs. Il permet également d'intégrer la dimension culturelle dans une analyse quantitative en la transformant en variable mesurable.

Tableau 2.4 : Comparaison des principaux instruments de mesure de la distance culturelle

Le tableau 2.4 présente es principales approches utilisées pour mesurer la distance culturelle ainsi que leurs caractéristiques.

Instrument	Base empirique	Dimensions	Couverture géographique	Avantages	Limites
Indice de Kogut-Singh (1988) basé sur Hofstede	Enquête IBM, 70+ pays, années 1960–1970	4 à 6	90+ pays	Large disponibilité, comparabilité inter-études	Agrégation arbitraire, perte d'information directionnelle
Approche dimensionnelle (Hofstede, dimensions séparées)	Idem	6	90+ pays	Effets différenciés par dimension, cohérent avec littérature récente	Risque de multicolinéarité, introduction séquentielle requise
Projet GLOBE (House et al., 2004)	Enquête managers, 62 pays, années 1990	9	62 pays	Distinction valeurs/pratiques, données plus récentes	Couverture géographique limitée
World Values Survey	Enquêtes population générale, vagues régulières	Variable	80+ pays	Données récentes, représentativité large	Structure dimensionnelle moins définie
Berry et al. (2010)	Combinaison de sources multiples	7 formes de distance	Large	Distinction culture/institution/géographie	Complexité, multicolinéarité élevée

Source : Élaboration de l'auteur à partir de Kogut et Singh (1988), House et al. (2004), Berry et al. (2010) et Beugelsdijk et al. (2018).

2.2.3 Les dimensions culturelles de Hofstede

Le modèle culturel de Hofstede constitue une référence majeure pour analyser les différences culturelles entre pays. Appuyé sur des études empiriques menées auprès de plus de 116 000 employés de la multinationale IBM, répartis dans plus de 70 pays à la fin des années 1960 et au début des années 1970, Hofstede (1980) propose un cadre structuré permettant de comparer les valeurs culturelles nationales. Ces données ont permis d'identifier initialement quatre dimensions culturelles, ensuite élargies à six dimensions.

Le modèle présente un ensemble de dimensions culturelles permettant de caractériser les systèmes de valeurs propres à chaque société. Elles facilitent la comparaison entre pays et l'analyse de leur influence sur les comportements individuels et organisationnels (Hofstede, 1980).

La première dimension, la distance hiérarchique (PDI), renvoie au degré d'acceptation des inégalités de pouvoir au sein d'une société. Lorsque cette distance est élevée, l'autorité tend à être fortement centralisée et les hiérarchies sont peu contestées. À l'inverse, une faible distance hiérarchique se traduit par des relations plus égalitaires et une participation plus importante aux processus de décision (Hofstede, 1980).

La dimension individualisme (IDV) mesure l'importance accordée aux intérêts individuels ou collectifs. Les sociétés individualistes valorisent l'autonomie et la responsabilité personnelle, tandis que les sociétés collectivistes privilégient l'appartenance au groupe et la loyauté envers celui-ci. Par exemple, les États-Unis sont généralement associés à un modèle individualiste, alors que la Chine présente une orientation davantage collectiviste (Hofstede, 1980).

L'évitement de l'incertitude (UAI) correspond au degré de tolérance d'une société face au risque et à l'ambiguïté. Les sociétés caractérisées par un fort contrôle de l'incertitude favorisent des règles formelles et une planification rigoureuse, tandis que celles présentant une faible aversion à l'incertitude favorisent la flexibilité et l'adaptation (Hofstede, 1980).

La dimension masculinité renvoie aux valeurs dominantes d'une société. Les cultures dites masculines mettent l'accent sur la performance, la réussite et la compétition, tandis que les cultures dites féminines valorisent la coopération, la qualité de vie et le bien-être (Hofstede, 1980).

L'orientation à long terme (LTO), renvoie à la manière dont les sociétés se projettent dans le temps. Les sociétés orientées vers le long terme privilégient la persévérance et l'investissement futur, tandis que celles orientées vers le court terme accordent davantage d'importance aux résultats immédiats et au respect des traditions (Hofstede, 1980).

Enfin, la dimension indulgence, ajoutée ultérieurement en collaboration avec Minkov, mesure le degré de liberté accordé à la satisfaction des besoins et à l'expression des émotions. Les sociétés indulgentes favorisent le bien-être et les loisirs, alors que les sociétés de retenue valorisent le contrôle des comportements et le respect des normes sociales (Hofstede et Minkov, 2011).

Tableau 2.5 : Dimensions culturelles selon le modèle de Hofstede (1980, 2011)

Les principales dimensions culturelles du modèle de Hofstede sont synthétisées dans le tableau 2.5.

Dimension	Signification	Impact organisationnel
Distance hiérarchique (PDI)	Acceptation des inégalités de pouvoir	Style de management et structure hiérarchique
Individualisme (IDV)	Orientation individuelle ou collective	Organisation du travail et gestion des relations professionnelles
Évitement de l'incertitude (UAI)	Tolérance au risque et à l'incertitude	Formalisation et gestion des risques
Masculinité (MAS)	Performance vs bien-être	Priorités organisationnelles
Orientation à long terme (LTO)	Orientation vers des objectifs à long terme ou à court terme	Stratégies d'investissement
Indulgence	Liberté vs contrôle social	Comportements et motivation

Source : Élaboration de l'auteur à partir de Hofstede (1980) et Hofstede, Hofstede et Minkov (2011).

2.2.4 Rôle de la distance culturelle dans les fusions-acquisitions transfrontalières

Les fusions-acquisitions transfrontalières se déroulent dans des contextes culturels variés. Les entreprises impliquées sont donc confrontées à des divergences de valeurs, de normes et de pratiques managériales (Shenkar, 2001). Ces différences peuvent influencer la communication, la prise de décision et la coordination entre les organisations, faisant de la distance culturelle un facteur central dans l'analyse du déroulement de ces opérations. Elles se manifestent particulièrement lors de la phase d'intégration post-acquisition, qui constitue une étape déterminante, puisqu'elle vise à harmoniser les structures organisationnelles, les pratiques de gestion et les modes de fonctionnement.

Cette phase est particulièrement sensible aux différences culturelles (Dikova et Sahib, 2013). Des écarts importants entre les valeurs et les styles de management peuvent compliquer l'intégration des équipes, ralentir l'adaptation des pratiques et rendre la coopération plus difficile (Stahl et al., 2021). Par exemple, des divergences dans les modes de prise de décision ou dans la communication hiérarchique peuvent créer des incompréhensions et retarder le processus d'intégration (Chen et al., 2022).

À cet égard, l'acquisition de Chrysler par Daimler-Benz en 1998 illustre les enjeux et les difficultés associés à la distance culturelle. Les différences entre la culture allemande, caractérisée par une forte hiérarchie et une structure organisationnelle formalisée, et la culture américaine, plus flexible et orientée vers la performance individuelle, ont provoqué des conflits managériaux, des problèmes de communication et une mauvaise intégration des équipes, ce qui a contribué à l'échec de l'opération, qui s'est finalement terminée par la revente de Chrysler en 2007.

À l'inverse, certaines opérations montrent que la distance culturelle peut être bénéfique lorsqu'elle est bien gérée. Par exemple, l'acquisition de Jaguar Land Rover par Tata Motors en 2008. Elle a permis de combiner des compétences technologiques et managériales venant de contextes culturels différents, favorisant l'innovation et la croissance de l'entreprise.

Cet exemple illustre que la distance culturelle peut constituer une source de création de valeur, à condition que les entreprises disposent des capacités nécessaires pour gérer cette diversité. L'impact de la distance culturelle n'est pas univoque. On peut distinguer deux approches principales. Une première met en avant ses effets négatifs. Elle souligne l'augmentation des coûts d'intégration, les difficultés de coordination et les conflits organisationnels (Chen et al., 2022). Une seconde adopte une vision plus positive. Elle montre que la distance culturelle peut favoriser l'apprentissage organisationnel, l'innovation et le transfert de connaissances (Moura et al., 2023).

Tableau 2.6 : Effets de la distance culturelle sur la performance post-acquisition des fusions-acquisitions transfrontalières

Comme le montre le tableau 2.6, la distance culturelle peut générer à la fois des effets négatifs et des opportunités.

Effets négatifs	Effets positifs
Difficultés de communication	Apprentissage organisationnel
Conflits culturels	Innovation organisationnelle
Coûts d'intégration élevés	Diversité des compétences
Résistance au changement	Transfert de connaissances
Difficultés de coordination	Création de valeur à long terme

Source : Élaboration de l'auteur à partir de Stahl et Voigt (2008) et Chen et al. (2022).

2.3 Performance post-acquisition des fusions-acquisitions transfrontalières

2.3.1 Définition de la performance post-acquisition

Contrairement à une vision strictement financière de court terme. La performance post-acquisition mesure la capacité de l'entreprise à intégrer la cible et à créer de la valeur (King et al., 2004 ; Colombo et al., 2007).

Il existe différentes définitions complémentaires de la performance post-acquisition. Healy, Palepu et Ruback (1992) définissent la performance comme l'amélioration des résultats économiques de l'entreprise acquéreuse après l'intégration de la cible, elle se mesure à travers des indicateurs financiers observables.

D'autres travaux distinguent la performance attendue lors de l'annonce et la performance réalisée après l'intégration de la cible (Colombo et al., 2007). Ils mettent en évidence un décalage significatif entre les gains anticipés et les résultats effectivement obtenus, en raison des coûts d'intégration qui dépassant souvent les prévisions initiales.

Par ailleurs, Poderienė et Darskuvienė (2025) insistent sur la dimension organisationnelle de la performance, en soulignant que le succès d'une acquisition dépend largement de l'efficacité des processus d'intégration et de la capacité à valoriser les synergies.

Les entreprises anticipent généralement des gains liés aux synergies, à l'accès à de nouvelles ressources et au renforcement de leur position concurrentielle (Healy et al., 1992 ; Devos et

al., 2009). Une opération peut être considérée comme réussie lorsqu'elle se traduit par une amélioration des indicateurs financiers, tels que le ROA ou le ROE, après l'intégration. Cependant, ces gains ne se réalisent pas toujours. Les difficultés d'intégration et les coûts d'adaptation peuvent en limiter les effets (King et al., 2004 ; Colombo et al., 2007).

Enfin, la performance post-acquisition transfrontalière peut être définie comme un concept multidimensionnel. Elle combine la création de valeur financière, la réussite de l'intégration organisationnelle et la capacité de l'entreprise acquéreuse à gérer les contraintes internationales. Elle peut ainsi être mesurée à travers plusieurs dimensions complémentaires (Richard et al., 2009)

Tableau 2.7 : Dimensions de la performance post-acquisition des fusions-acquisitions transfrontalières

Le tableau 2.7 présente les principales dimensions de la performance post-acquisition ainsi que les indicateurs utilisés pour leur mesure.

Dimension	Description	Exemple d'indicateurs
Performance financière	Résultats économiques de l'entreprise	ROA, ROE, résultat net, marge nette
Performance boursière	Réaction des marchés financiers	Ratio de Tobin, Rendements anormaux (CAR)
Performance opérationnelle	Efficacité interne et productivité	Coûts opérationnels, productivité du travail
Performance stratégique	Position concurrentielle	Part de marché, croissance des ventes

Source : Élaboration de l'auteur à partir de King et al. (2004), Colombo et al. (2007) et Dikova et al. (2022).

2.3.2 Mesures de la performance post-acquisition

La mesure de la performance post-acquisition est essentielle pour l'interprétation des résultats empiriques. Il n'existe pas d'indicateur unique capable de mesurer entièrement la performance après l'acquisition, particulièrement dans les contextes internationaux marqués par des différences culturelles et institutionnelles (Colombo et al., 2007 ; King et al., 2004).

Dans ce cadre, les travaux de King et al. (2004), Colombo et al. (2007), Healy et al. (1992), Devos et al. (2009), Brown et Warner (1985), Aybar et Ficici (2009), Zhu et Huang (2017) et Chen et al. (2022) identifient généralement trois grandes approches de mesure de la performance post-acquisition : les mesures comptables, les mesures boursières et les mesures mixtes.

Les premières (Healy et al., 1992 ; Devos et al., 2009) reposent sur les états financiers et permettent d'évaluer la rentabilité et l'efficacité réelles de l'entreprise. Parmi ces principaux indicateurs, le ROA permet d'évaluer l'efficacité d'utilisation des actifs, puisqu'il correspond au rapport entre le résultat net et le total des actifs. De son côté, le ROE mesure la rentabilité des capitaux propres, en rapportant le résultat net aux capitaux propres de l'entreprise (Healy et al., 1992 ; Devos et al., 2009). Ces indicateurs offrent une appréciation directe des résultats financiers de l'entreprise.

Les secondes, les mesures boursières adoptent une autre logique. Elles analysent la réaction des marchés financiers au moment de l'annonce et traduisent les anticipations des investisseurs (Brown et Warner, 1985 ; Aybar et Ficici, 2009). Elles mobilisent notamment les rendements anormaux cumulés (CAR), qui mesurent les variations du cours de l'action par rapport à un indice de référence (Brown et Warner, 1985). Par exemple, un CAR positif lors de l'annonce d'une acquisition indique que les investisseurs anticipent une création de valeur. Enfin, les mesures mixtes combinent ces deux approches afin d'offrir une vision plus complète de la performance (Zhu et Huang, 2017 ; Chen et al., 2022). Le Ratio de Tobin est l'un des indicateurs les plus utilisés dans cette approche. Il compare la valeur de marché de l'entreprise à la valeur comptable de ses actifs, ce qui permet d'apprécier les anticipations de création de valeur future (Zhu et Huang, 2017).

Une acquisition peut être considérée comme performante si le ROA augmente de manière significative après l'opération, traduisant une meilleure utilisation des actifs, tandis qu'une diminution du ROA peut refléter des difficultés d'intégration ou une inefficacité dans l'allocation des ressources. De même, une hausse du Ratio de Tobin indique que les investisseurs anticipent une création de valeur future, tandis qu'une baisse de cet indicateur traduit une perception défavorable du marché vis-à-vis de l'acquisition.

Chaque approche présente des avantages et des limites. Les mesures comptables reflètent les résultats réalisés, mais avec un décalage temporel. À l'inverse, les mesures boursières captent les anticipations des investisseurs, mais restent sensibles à la volatilité des marchés. Leur combinaison offre une analyse plus complète de la performance post-acquisition (King et al., 2004 ; Colombo et al., 2007).

Tableau 2.8 : Mesures de la performance post-acquisition des fusions-acquisitions transfrontalières.

Le tableau 2.8 présente les principales mesures utilisées pour évaluer la performance post-acquisition, ainsi que leurs avantages et leurs limites.

Type de mesure	Indicateurs	Dimension analysée	Formule	Avantages	Limites
Comptable	ROA,	Rentabilité réelle de	Résultat net / Total des actifs	Données concrètes et observables	Effet retardé dans la mesure de la performance
	ROE	L'entreprise	Résultat net / Capitaux propres		
Boursière	CAR	Réaction du marché à l'annonce	Σ (Rendement observé – Rendement attendu)	Anticipation rapide des investisseurs	Sensible à la volatilité
Mixte	Ratio Tobin	Valorisation boursière de l'entreprise	(Valeur de marché des capitaux propres + valeur comptable de la dette) / Total des actifs	Vision globale de la performance	Complexité du calcul et des hypothèses

Source : Élaboration de l'auteur à partir de King et al. (2004), Colombo et al. (2007) et Dikova et al. (2022).

Dans ce travail, la performance post-acquisition est mesurée à partir de trois indicateurs : le ROA, le ROE et le TQ (Healy, Palepu et Ruback, 1992 ; Zhu et Huang, 2017). Le ROA et le ROE permettent d'évaluer la rentabilité de l'entreprise, tandis que le TQ intègre la dimension boursière en captant les anticipations de création de valeur. Ce choix est cohérent avec la littérature empirique et permet d'analyser de manière complémentaire les effets des fusions-acquisitions.

2.3.3 Facteurs influençant la performance post-acquisition des fusions-acquisitions transfrontalières

Les fusions-acquisitions transfrontalières présentent une complexité supérieure aux opérations domestiques. Cette complexité s'explique par de la diversité des environnements économiques, institutionnels et organisationnels (Stahl et Voigt, 2008). Chen et al. (2022) et Moura et al. (2023) montrent que la performance ne dépend pas uniquement de l'opération elle-même. Elle résulte de l'interaction de plusieurs facteurs influençant le processus d'intégration et les résultats obtenus.

Parmi ces facteurs, la distance culturelle occupe une place centrale dans l'analyse de la performance post-acquisition des fusions-acquisitions transfrontalières. Plusieurs travaux (Stahl et Voigt, 2008 ; Chen et al., 2022 ; Zhang et Thippayana, 2022) montrent que des écarts culturels importants peuvent entraîner des difficultés de coordination, des problèmes de communication et des conflits managériaux, ce qui peut détériorer la performance post-acquisition. Cependant, certains travaux (Morosini et al., 1998 ; Reus et Lamont, 2009) montrent des effets positifs. Ils soulignent également que la distance culturelle peut constituer une source d'apprentissage et d'innovation, en facilitant l'accès à de nouvelles compétences et connaissances.

Ensuite, les caractéristiques de l'entreprise acquéreuse jouent également un rôle déterminant dans la réussite de l'opération (Dikova et al., 2022). Une expérience internationale développée et des compétences managériales solides facilitent la gestion des environnements variés (Moura et al., 2023). De même, les capacités d'apprentissage organisationnel contribuent également à mieux exploiter les synergies potentielles (Haleblian et al., 2009).

D'un autre côté, les caractéristiques de l'entreprise cible influencent également la performance post-acquisition (Moeller et al. 2004). Une taille importante peut rendre l'intégration plus complexe. Tandis que la structure organisationnelle conditionne la coordination des activités. Par ailleurs, le niveau technologique de la cible est également important, notamment pour l'accès à des ressources spécifiques (Moeller et al. 2004). Enfin, la compatibilité organisationnelle entre les deux entreprises facilite l'intégration et réduit les difficultés (Moeller et al., 2004 ; Chen et al., 2022).

De plus, les caractéristiques propres à l'opération ont également un impact significatif. La taille de l'acquisition influence les ressources mobilisées et la complexité de la mise en œuvre. Le type d'opération détermine les objectifs stratégiques et les modalités d'intégration, tandis que la méthode de financement peut affecter la situation financière de l'entreprise (King et al., 2004 ; Colombo et al., 2007).

De son côté, le secteur d'activité a également un effet sur la performance post-acquisition. Certains secteurs développent des cultures professionnelles et des normes organisationnelles spécifiques. Cela peut créer des tensions lors d'une fusion internationale. Stahl et Voigt (2008) soulignent que les acquisitions dans des secteurs fortement réglementés ou intensifs en connaissances, tels que la finance ou les technologies, sont particulièrement sensibles aux problèmes d'intégration et aux écarts de pratiques managériales, ce qui peut affecter la performance post-acquisition.

Enfin, les facteurs institutionnels sont également déterminants. Les différences de systèmes juridiques et de gouvernance affectent les conditions de réalisation et d'intégration des opérations. De plus, la stabilité économique et politique du pays cible détermine le niveau de risque associé à l'investissement (Stahl et Voigt, 2008).

Dans l'ensemble, ces facteurs n'agissent pas de manière isolée, mais interagissent entre eux pour façonner la performance des fusions-acquisitions transfrontalières. Ces interactions permettent de mieux comprendre les déterminants du succès ou de l'échec des opérations internationales.

Tableau 2.9 : Facteurs influençant la performance post-acquisition des fusions-acquisitions transfrontalières

Le tableau 2.9 synthétise les principaux facteurs influençant la performance post-acquisition des fusions-acquisitions transfrontalières.

Catégorie		Facteurs	Impact sur la performance
Facteur culturel		Distance culturelle	Difficultés d'intégration ou opportunités d'apprentissage
Entreprise acquéreuse		Expérience internationale, compétences managériales, capacité d'apprentissage	Meilleure gestion de l'intégration et adaptation aux différences
Entreprise cible		Taille, structure organisationnelle, niveau technologique	Complexité de l'intégration et accès à des ressources spécifiques
Caractéristiques de l'opération	de	Taille de l'opération, type (horizontal, vertical, congloméral), mode de financement	Réalisation des synergies et contraintes financières
Secteur d'activité		Intensité concurrentielle, niveau technologique, cadre réglementaire	Opportunités de croissance et contraintes liées au secteur
Environnement institutionnel		Cadre juridique, gouvernance, stabilité économique et politique	Niveau de risque et conditions de réalisation

Source : Élaboration de l'auteur à partir de King et al. (2004), Stahl et Voigt (2008), Colombo et al. (2007) et Dikova et al. (2022).

2.4 Résultats de la littérature empirique

2.4.1 Impact de la distance culturelle sur la performance post-acquisition

Stahl et Voigt (2008) analysent l'impact de la distance culturelle sur la performance post-acquisition des fusions-acquisitions transfrontalières à partir d'une méta-analyse de 46 études empiriques portant sur un échantillon combiné de 10 710 opérations. Ils examinent la relation entre la distance culturelle et plusieurs dimensions de la performance, notamment l'intégration socioculturelle, la réalisation des synergies et la valeur pour les actionnaires. Leur méthode consiste à agréger les résultats des études existantes et à analyser les effets de modération. Ils montrent que la distance culturelle influence ces dimensions de manière différente, et parfois opposée. Ils observent globalement que la distance culturelle tend à compliquer l'intégration post-acquisition et à freiner la réalisation des synergies, surtout lorsque le niveau d'intégration attendu est élevé.

Chen et al. (2022) étudient la relation entre la distance culturelle et la performance des fusions-acquisitions transfrontalières. Leur étude porte sur un échantillon d'entreprises chinoises ayant réalisé des acquisitions à l'étranger entre 2008 et 2018. La performance post-acquisition est mesurée par le ROA ainsi que le TQ. Les auteurs examinent l'évolution de ces indicateurs après l'opération. Les résultats démontrent une baisse de la performance post-acquisition et illustrent que la distance culturelle influence négativement la performance des entreprises après les acquisitions. Les entreprises opérant dans des environnements culturellement éloignés font face à plus de contraintes d'adaptation. Cela limite la réalisation des synergies et réduit la performance après l'acquisition.

Morosini et al. (1998) se sont demandé si la distance culturelle influence la performance des fusions-acquisitions transfrontalières, en analysant un échantillon de 52 acquisitions réalisées par des entreprises européennes entre 1987 et 1992. La performance post-acquisition est mesurée par le ROA, afin d'évaluer la rentabilité des opérations après l'acquisition. Ils examinent la relation entre la distance culturelle et la performance après l'opération. Contrairement à certaines études, les résultats montrent un effet positif. La distance culturelle est associée à une amélioration de la performance. Cette relation s'explique par plusieurs mécanismes. L'exposition à des environnements différents favorise l'apprentissage organisationnel, le transfert de connaissances et le développement des compétences managériales. Selon les auteurs, les entreprises opérant dans des contextes culturellement éloignés bénéficient aussi d'opportunités d'innovation et de complémentarité. Cela contribue à améliorer la performance après l'acquisition.

Moura et al. (2023) évaluent l'impact de la distance culturelle sur la performance post-acquisition des fusions-acquisitions transfrontalières, en analysant un échantillon d'entreprises brésiliennes ayant réalisé des acquisitions internationales entre 1995 et 2015 dans plusieurs pays. La performance post-acquisition est mesurée par le ROA ainsi que le ROE. Les résultats montrent que l'effet de la distance culturelle n'est pas toujours négatif. Il devient positif lorsque les entreprises dotées de fortes capacités organisationnelles. Elles parviennent à transformer les différences culturelles en source d'apprentissage, ce qui favorise la création de valeur après l'acquisition.

Ding et al. (2024) analysent un échantillon d'entreprises chinoises ayant réalisé des opérations de fusions-acquisitions transfrontalières sur la période 2009–2020. La performance est mesurée à travers des indicateurs d'innovation, notamment le nombre de brevets et les dépenses en recherche et développement (RetD). Alors qu'à court terme ils n'observent pas d'effet significatif de la distance culturelle sur la performance, à long terme ils observent une amélioration des indicateurs d'innovation pour les entreprises opérant dans des contextes culturellement différents. Les mêmes observations peuvent être effectuées pour la capacité d'innovation des entreprises. L'amélioration de la performance à long terme est liée à l'accès à de nouvelles connaissances, à des compétences complémentaires et à des technologies différentes. En ce qui concerne les processus organisationnels, les entreprises opérant dans des environnements culturellement différents bénéficient d'un renforcement des processus d'apprentissage organisationnel. Malgré les difficultés initiales d'intégration, les entreprises présentent une amélioration de la performance à long terme.

Reus et Lamont (2009) analysent l'impact de la distance culturelle sur la performance des fusions-acquisitions transfrontalières à partir d'un échantillon de 306 acquisitions réalisées par des entreprises américaines entre 1992 et 2003. Ils mesurent la performance par les rendements anormaux cumulés (CAR) afin d'évaluer la création de valeur pour les actionnaires à la suite des acquisitions. Selon leur recherche, la relation entre la distance culturelle et la performance n'est pas linéaire. Des niveaux modérés de distance culturelle améliorent la performance des acquisitions, tandis que des niveaux très élevés de distance culturelle ont un effet négatif. Malgré les bénéfices potentiels liés à la diversité culturelle, la baisse de la performance pourrait être due au fait que les entreprises rencontrent des difficultés d'intégration. Les auteurs soulignent que les entreprises ayant une meilleure capacité à gérer cette diversité peuvent mieux performer dans la période post-acquisition.

Beugelsdijk et al. (2018) proposent une méta-analyse portant sur plusieurs dizaines d'études empiriques, couvrant différentes périodes et de nombreux pays, principalement entre les

années 1980 jusqu'à les années 2015. La performance est mesurée par plusieurs indicateurs, notamment la performance financière, la performance organisationnelle ainsi que des mesures liées à l'intégration post-acquisition, en tenant compte des différents contextes d'analyse. Pour la relation entre la distance culturelle et la performance, on peut observer que les résultats ne sont pas uniformes et varient selon les contextes étudiés. La distance culturelle peut entraîner une diminution, une amélioration ou ne pas avoir d'effet significatif sur la performance, selon les conditions dans lesquelles les acquisitions sont réalisées. Ces différences s'expliquent par plusieurs mécanismes. Les difficultés d'intégration tendent à réduire la performance, alors que l'apprentissage et l'innovation peuvent l'améliorer. Les auteurs concluent qu'il n'existe pas de relation unique entre la distance culturelle et la performance, celle-ci dépend fortement du contexte.

2.4.2 Facteurs influençant la relation entre la distance culturelle et la performance post-acquisition

Certains travaux récents mettent en évidence que la taille de l'entreprise constitue une variable fondamentale en finance d'entreprise. Dang, Li et Yang (2018), à partir d'une analyse empirique fondée sur des données d'entreprises nord-américaines sur la période 1993 et 2006, montrent que la taille de l'entreprise influence significativement les résultats économétriques, notamment en fonction de la mesure retenue. Les auteurs mettent en évidence un « effet de mesure » de la taille, soulignant que différentes proxys capturent des dimensions distinctes des ressources et des caractéristiques des entreprises. Ainsi, la taille reflète à la fois les ressources disponibles, les opportunités de croissance et la position de marché.

De même, l'expérience en fusions-acquisitions apparaît comme un déterminant clé de la performance. Aktas, de Bodt et Roll (2013), à partir d'un large échantillon de 321 610 opérations de fusions-acquisitions réalisées sur la période 1992 et 2009, montrent que les entreprises développent des gains d'apprentissage à travers la répétition des acquisitions. Les auteurs s'appuient sur l'analyse du temps entre les transactions successives (Time Between Deals) afin d'identifier les effets d'apprentissage et les coûts d'intégration. Les résultats mettent en évidence que les entreprises expérimentées sont mieux à même d'améliorer leurs processus d'acquisition, les gains liés à l'apprentissage dépassant progressivement les coûts d'intégration au cours des opérations successives.

La valeur de la transaction constitue également un facteur déterminant dans l'analyse des opérations de fusions-acquisitions. Betton, Eckbo et Thorburn (2008), à partir d'une revue

empirique fondée sur un échantillon de plus de 35 000 opérations réalisées aux États-Unis sur la période 1980 et 2005, mettent en évidence que les caractéristiques des transactions varient fortement en fonction de leur taille. Les auteurs montrent notamment que la taille moyenne des opérations s'élève à environ 436 millions de dollars pour les fusions et 480 millions de dollars pour les offres publiques d'achat, avec des distributions fortement asymétriques. Ils soulignent également que les transactions de grande envergure s'inscrivent dans des processus de négociation et de concurrence plus complexes, influençant les primes, les modes de paiement et les stratégies d'enchères. Ces éléments suggèrent que les opérations de grande taille impliquent des enjeux stratégiques plus importants et une complexité accrue du processus d'acquisition.

Par ailleurs, la méthode de paiement peut influencer la performance des acquisitions. Bonaime, Gulen et Ion (2018), à partir d'un échantillon de 151 925 opérations réalisées aux États-Unis sur la période 1985 et 2014, montrent que les conditions économiques et l'incertitude influencent significativement les décisions liées aux transactions. Les auteurs mettent en évidence qu'une augmentation de l'incertitude politique est associée à une diminution de 6,6 % de la valeur des transactions et de 3,9 % du nombre de deals sur l'année suivante. Ils montrent également que les caractéristiques des transactions, telles que les primes ou les clauses contractuelles, varient en fonction du contexte économique, ce qui reflète une modification du pouvoir de négociation entre les parties. Ces résultats suggèrent que les conditions entourant les transactions, y compris le mode de financement, influencent la perception du marché et les résultats des opérations.

Enfin, la similarité entre l'acquéreur et la cible constitue un facteur important dans la réussite des opérations. Jung (2022), à partir d'un échantillon de 111 opérations de fusions-acquisitions technologiques réalisées entre 1980 et 2021 dans les secteurs du semi-conducteur, de la biotechnologie et des technologies de l'information, montre que la similarité technologique entre les entreprises influence significativement la performance post-acquisition. En mobilisant des modèles économétriques tels que les régressions binomiales négatives et Tobit, les résultats mettent en évidence une relation en forme de U inversé entre la similarité technologique et la performance d'innovation. Une similarité modérée facilite l'intégration des connaissances, améliore la coordination et favorise la réalisation des synergies, tandis qu'un niveau trop élevé ou trop faible de similarité peut limiter les gains d'innovation.

Dans l'ensemble, ces travaux mettent en évidence que plusieurs facteurs organisationnels, financiers et stratégiques influencent la performance post-acquisition de manière

indépendante. Leur inclusion dans le modèle empirique vise à isoler l'effet propre de la distance culturelle de celui de ces déterminants structurels, conformément aux standards de la littérature empirique (King et al., 2004 ; Moeller et al., 2004).

2.4.3 Synthèse critique de la littérature

La littérature empirique sur les fusions-acquisitions transfrontalières accorde une place importante à la distance culturelle. Celle-ci étant considérée comme un déterminant non financier central. Les résultats des études existantes montrent une convergence générale vers l'existence d'une relation négative entre la distance culturelle et la performance, bien que cette relation ne soit ni systématique ni uniforme selon les contextes analysés. Un premier ensemble de résultats largement établi dans la littérature concerne l'effet négatif moyen de la distance culturelle sur la performance post-acquisition. De nombreuses études empiriques (Chen et al., 2022 ; Stahl et Voigt, 2008) montrent que des écarts culturels importants entre l'entreprise acquéreuse et la cible augmentent les coûts d'intégration, compliquent la coordination organisationnelle et réduisent la probabilité de réalisation des synergies attendues. Ces effets négatifs sont observés à travers différentes mesures de performance, qu'il s'agisse d'indicateurs comme le ROA, le TQ ou les rendements anormaux cumulés.

Cependant, la littérature met également en évidence des résultats hétérogènes (Beugelsdijk et al., 2018 ; Reus et Lamont, 2009), suggérant que l'impact de la distance culturelle dépend fortement du contexte de l'opération et des caractéristiques des entreprises impliquées. Les effets observés varient notamment selon le degré d'intégration post-acquisition, la proximité stratégique entre les entreprises et le niveau de distance culturelle lui-même, pouvant donner lieu à des relations non linéaires. La distance culturelle peut freiner la création de valeur en générant des tensions organisationnelles. Mais, dans certains cas, elle favorise aussi l'apprentissage et l'innovation lorsque les conditions internes sont adaptées.

Dans cette perspective, plusieurs travaux (Dikova et al., 2022 ; Slangen, 2006) montrent que l'effet négatif de la distance culturelle peut être atténué par certains facteurs. L'expérience internationale, la langue commune, la taille de la cible ou encore le secteur d'activité jouent un rôle important. La distance culturelle apparaît ainsi comme un facteur dont l'impact varie selon les contextes. Toutefois, afin de maintenir un cadre d'analyse empirique clair et interprétable, ce mémoire se concentre sur l'estimation de l'effet direct de la distance culturelle sur la performance post-acquisition.

Au-delà de la distance culturelle, la littérature identifie plusieurs déterminants structurels de la performance post-acquisition qui agissent de manière indépendante. La taille de l'entreprise

acquéreuse constitue l'un des facteurs les plus documentés : Dang, Li et Yang (2018) montrent qu'elle reflète à la fois les ressources disponibles, les opportunités de croissance et la position de marché, influençant significativement les résultats économétriques selon la mesure retenue. L'expérience acquisitive constitue un second déterminant clé : Aktas, de Bodt et Roll (2013) démontrent que les entreprises répétant les acquisitions développent des gains d'apprentissage progressifs qui finissent par dépasser les coûts d'intégration.

La valeur de la transaction exerce également un effet propre sur la performance : Betton, Eckbo et Thorburn (2008) soulignent que les opérations de grande envergure impliquent une complexité accrue des processus de négociation et un risque de surpaiement plus élevé. Le mode de financement joue aussi un rôle, Bonaime, Gulen et Ion (2018) montrant que les conditions économiques et l'incertitude ambiante modifient le pouvoir de négociation entre les parties et influencent la perception du marché quant aux résultats des opérations. Enfin, la similarité entre acquéreur et cible affecte la performance post-acquisition : Jung (2022) met en évidence une relation en U inversé entre similarité technologique et performance d'innovation, une similarité modérée facilitant l'intégration des connaissances et la réalisation des synergies. Ces travaux partagent toutefois une limite commune : ils analysent ces facteurs de manière isolée, sans les croiser systématiquement avec la dimension culturelle. Cette lacune justifie leur intégration comme variables de contrôle dans le modèle empirique de cette étude, afin d'isoler l'effet propre de la distance culturelle de celui de ces déterminants structurels.

Par ailleurs, certaines limites apparaissent dans la littérature existante (Beugelsdijk et al., 2018 ; Chen et al., 2022). D'une part, de nombreuses études reposent sur des échantillons spécifiques, souvent composés d'entreprises américaines ou européennes, ce qui limite la généralisation des résultats. D'autre part, les mesures de la performance post-acquisition varient fortement d'une étude à l'autre, rendant les comparaisons empiriques délicates. Enfin, l'interaction entre la distance culturelle et d'autres déterminants de la performance demeure encore insuffisamment analysée de manière systématique.

Un autre point concerne le rôle du contexte national de l'entreprise acquéreuse. Peu d'études analysent explicitement ce rôle (Beugelsdijk et al., 2018 ; Dikova et al., 2022), alors même que les cadres institutionnels et culturels influencent la gestion des acquisitions internationales. Cette limite est encore plus marquée pour le cas du Canada, où les fusions-acquisitions transfrontalières sont relativement peu étudiées.

Malgré une littérature riche et abondante, plusieurs zones d'ombre subsistent. Les mécanismes précis reliant la distance culturelle à la performance restent partiellement expliqués. La nécessité d'intégrer des variables modératrices, d'utiliser des mesures de performance

complémentaires et d'examiner des contextes nationaux encore peu explorés apparaît clairement. Ces constats justifient la pertinence d'une analyse empirique centrée sur l'impact de la distance culturelle sur la performance post-acquisition des fusions-acquisitions transfrontalières dans le contexte canadien.

2.5 Questions de recherche et hypothèses

Ce mémoire a pour objectif d'étudier l'impact de la distance culturelle sur la performance post-acquisition des fusions-acquisitions transfrontalières impliquant des firmes canadiennes. Cependant, avant de définir nos hypothèses de recherche, nous rappelons en premier lieu notre question de recherche : quel est l'impact de la distance culturelle entre le Canada et le pays cible sur la performance post-acquisition ?

Stahl et Voigt (2008), dans leur étude, montrent que la distance culturelle tend à compliquer l'intégration post-acquisition et à freiner la réalisation des synergies, ce qui se traduit par une baisse de la performance. Chen et al. (2022) montrent également que la distance culturelle influence négativement la performance des entreprises après les acquisitions en raison des difficultés d'intégration et des problèmes de communication. Chand et al. (2023) mettent en évidence que la distance culturelle cause une détérioration de la performance, notamment au niveau des rendements boursiers, en augmentant l'incertitude et les coûts d'intégration.

Toutefois, Morosini et al. (1998) montrent que la distance culturelle peut améliorer la performance des acquisitions en favorisant l'accès à de nouvelles connaissances et à des ressources complémentaires. Reus et Lamont (2009) observent que la relation entre la distance culturelle et la performance n'est pas linéaire, puisque des niveaux modérés de distance culturelle peuvent améliorer la performance, tandis que des niveaux élevés ont un effet négatif. Ding et al. (2024) indiquent que la distance culturelle n'a pas d'effet significatif à court terme, mais qu'elle améliore la performance à long terme, notamment en matière d'innovation.

Ce mémoire se distingue des travaux existants en se concentrant sur les fusions-acquisitions transfrontalières impliquant des entreprises canadiennes. En plus d'examiner l'effet direct de la distance culturelle sur la performance post-acquisition, nous introduisons des variables organisationnelles et stratégiques afin d'analyser dans quelle mesure cet effet dépend du contexte et des caractéristiques des entreprises et des opérations. La prise en compte de ces facteurs garantit que l'impact estimé de la distance culturelle n'est pas biaisé par l'exclusion d'autres variables pertinentes.

Compte tenu de cette hétérogénéité des résultats, et dans une logique de simplification du cadre empirique, ce mémoire retient une hypothèse principale portant sur l'effet moyen de la distance culturelle sur la performance post-acquisition.

- **H₁** : La distance culturelle a un effet négatif et significatif sur la performance post-acquisition des fusions-acquisitions transfrontalières impliquant des firmes canadiennes.

Par ailleurs, la littérature montre que certains facteurs organisationnels et financiers exercent une influence propre sur la performance post-acquisition, indépendamment de la distance culturelle. Haleblan et al. (2009) indiquent que l'expérience en acquisition améliore la performance en permettant une meilleure gestion des difficultés liées aux acquisitions répétées. King et al. (2004) montrent que la taille de l'acquéreur et ses ressources organisationnelles sont associées positivement à la performance. Travlos (1987) documente une association positive entre le paiement en numéraire et la performance post-acquisition. Moeller et Schlingemann (2005) montrent que la taille de la transaction et la similarité sectorielle influencent également les résultats des opérations.

La prise en compte de ces facteurs dans le modèle empirique vise à garantir que l'effet estimé de la distance culturelle n'est pas biaisé par l'omission de déterminants structurels de la performance. Afin de vérifier leur association avec la performance post-acquisition dans le contexte canadien, nous formulons l'hypothèse de contrôle suivante :

- **H₂** : La taille de l'acquéreur, la taille de la transaction, la méthode de paiement et la similarité sectorielle influencent significativement la performance post-acquisition des fusions-acquisitions transfrontalières.

Chapitre 3 : Données et méthodologie

3.1 Données

3.1.1 Sources de données

Les données mobilisées dans cette étude proviennent de deux sources principales : Le tableau 3.1 présente les principales sources de données utilisées dans cette étude. Les informations relatives aux fusions-acquisitions ont été extraites de la base de données Workspace de LSEG, via son module Deals. Cette base constitue l'une des sources de référence les plus utilisées dans la littérature empirique sur les fusions-acquisitions internationales. Elle recense l'ensemble des transactions mondiales et fournit pour chaque opération les informations suivantes : date d'annonce et de clôture, valeur de la transaction, pays et secteur d'activité de l'acquéreur et de la cible, forme juridique de l'opération, et statut final de la transaction.

Les données financières des acquéreurs canadiens cotés en bourse ont également été extraites de la base Workspace, via son module Fundamentals. Ce module donne accès aux états financiers annuels audités et standardisés. Il fournit notamment le résultat net après impôt, le total des actifs, les capitaux propres et la capitalisation boursière. Ces données couvrent la période 2015–2025 et sont disponibles pour l'ensemble des entreprises canadiennes cotées en bourse.

La base Hofstede Insights couvre l'ensemble des 58 pays présents dans notre échantillon. Les données relatives aux dimensions culturelles nationales ont été obtenues à partir de la base officielle Hofstede Insights qui fournit des scores nationaux selon six dimensions : la distance hiérarchique (Power Distance Index, PDI), l'individualisme (Individualism, IDV), la masculinité (Masculinity, MAS), l'évitement de l'incertitude (Uncertainty Avoidance Index, UAI), l'orientation à long terme (Long-Term Orientation, LTO) et l'indulgence (Indulgence vs. Restraint, IVR).

Tableau 3.1 : Synthèse des sources de données

Le tableau 3.1 présente les principales sources de données utilisées dans cette étude, les modules mobilisés ainsi que les variables extraites pour l'analyse empirique.

Source	Module / Base	Variables extraites	Couverture
Workspace LSEG	Transactions	Date de l'opération, valeur de la transaction, pays de l'acquéreur et de la cible, secteur d'activité, statut de l'opération	2015–2022
Workspace LSEG	Indicateurs financiers	Résultat net, total des actifs, capitaux propres, capitalisation boursière	2015–2025
Hofstede Insights	Base nationale	PDI, IDV, MAS, UAI, LTO, IVR	58 pays

Source : élaboration de l'auteur à partir des bases Workspace de LSEG et Hofstede Insights.

3.1.2 Construction de l'échantillon

Notre échantillon est constitué de l'ensemble des fusions-acquisitions transfrontalières impliquant un acquéreur canadien coté en bourse, réalisées entre le 1er janvier 2015 et le 31 décembre 2022. La borne supérieure de 2022 est imposée par la nécessité de disposer d'un horizon post-acquisition de trois ans complets pour mesurer la performance, ce qui porte la période d'analyse des données financières jusqu'en 2025. La borne inférieure de 2015 correspond à la disponibilité homogène et exploitable des données nécessaires à la construction des variables de l'étude, notamment les données financières et culturelles pour l'ensemble des pays de l'échantillon.

La construction de l'échantillon s'est déroulée en trois étapes enchaînées. Dans une première étape, nous avons appliqué des critères de sélection sur les transactions. Seules les opérations dont le statut est enregistré comme « complétée » ont été retenues, la performance post-acquisition ne pouvant être mesurée que pour des opérations effectivement finalisées. Nous avons ensuite conservé exclusivement les transactions transfrontalières dans lesquelles l'acquéreur est canadien et la cible est domiciliée dans un pays étranger. Ce critère garantit que chaque opération implique une interaction entre environnements économiques et culturels distincts, condition centrale à l'analyse de la distance culturelle.

Dans une deuxième étape, nous avons extrait les données financières nécessaires au calcul des indicateurs de performance. Nous avons limité l'analyse aux acquéreurs canadiens cotés en bourse. Lesquels publient leurs données financières annuelles auditées et standardisées. Cela garantit la comparabilité des données entre entreprises et de limiter les biais de mesure liés à

l'hétérogénéité des pratiques comptables. Les entreprises privées, bien que représentant une part de l'activité acquisitive au Canada, ont été exclues en raison de l'absence de données financières comparables et vérifiables.

Dans une troisième étape, nous avons construit la base de données finale en appariant les informations sur les transactions aux données financières des acquéreurs. L'appariement a été réalisé à l'aide de l'identifiant [deal ID]. Nous avons ensuite complété cette étape par une vérification sur la base du nom de l'entreprise et de la date de clôture de la transaction.

Aucun filtrage supplémentaire n'a été appliqué selon la taille des transactions ou le secteur, afin de conserver un échantillon aussi large que possible. Cette démarche nous a conduit à la constitution d'un échantillon final de 542 observations, impliquant des cibles domiciliées dans 58 pays, sur une période d'analyse couvrant les données financières de 2015 à 2025.

3.1.3 Traitement des données

Avant de procéder à l'analyse économétrique, nous avons appliqué un traitement systématique aux données brutes. Ce travail repose sur trois dimensions principales. Nous avons d'abord vérifié la cohérence interne des données. Nous avons ensuite traité les valeurs extrêmes afin de limiter leur influence. Enfin, nous avons procédé à la transformation de certaines variables.

Dans un premier temps, nous avons procédé à une vérification systématique de la cohérence des données extraites de Workspace. Cette vérification a porté sur deux points. Premièrement, la cohérence des dates : la date de clôture de la transaction doit être postérieure à la date d'annonce, et les données financières post-acquisition doivent couvrir au moins trois exercices complets suivant la date de clôture. Deuxièmement, nous avons examiné la disponibilité des variables. : seules les observations pour lesquelles l'ensemble des variables nécessaires au calcul des indicateurs de performance (ROA, ROE, TQ) et des variables de contrôle étaient disponibles ont été retenues.

Ensuite, nous avons traité les valeurs extrêmes afin de limiter leur influence sur les résultats économétriques. Pour ce faire, toutes les variables ont été winsorisées au seuil de 1%. Nous avons aussi appliqué un logarithme naturel à la taille de l'entreprise acquéreuse, ainsi qu'à la valeur de la transaction pour réduire l'influence des très grandes entreprises et des méga transactions sur les estimations. Par ailleurs, les autres variables de contrôle sont codées sous forme de variables indicatrices, ce qui permet leur intégration directe dans les modèles de régression linéaire.

3.1.4 Définition des variables

Cette section présente l'ensemble des variables retenues dans l'analyse empirique. Nous introduisons d'abord la variable dépendante, qui mesure la performance post-acquisition. Nous présentons ensuite la variable explicative principale, qui capte la distance culturelle. Enfin, nous décrivons les variables de contrôle. Le tableau 3.2 en fin de section synthétise l'ensemble de ces informations.

3.1.4.1 Variable dépendante

La performance post-acquisition constitue la variable dépendante de cette étude. Ce concept est multidimensionnel. Il ne peut être capté par un indicateur unique (King et al, 2004). Nous retenons donc trois indicateurs complémentaires, croisant une approche comptable et une approche de marché : le ROA, le ROE et le TQ.

Ces trois indicateurs sont mesurés sur quatre horizons temporels : T_0 désigne l'exercice fiscal correspondant à l'année de clôture de la transaction. T_1 , T_2 et T_3 désignent respectivement les premier, deuxième et troisième exercices fiscaux complets suivant la clôture. Cette approche introduit une dimension dynamique dans l'analyse. Elle permet de distinguer les effets de court terme des effets de moyen terme (Haspeslagh et Jemison (1991)).

Rentabilité des actifs (ROA) :

Il mesure l'efficacité avec laquelle l'entreprise utilise l'ensemble de ses ressources pour générer des profits. Dans le contexte des fusions-acquisitions, il est particulièrement pertinent car il reflète directement l'impact de l'intégration des actifs de la cible sur la rentabilité opérationnelle de l'acquéreur (Betton, Eckbo et Thorburn, 2021). Toutefois, sa principale limite réside dans sa sensibilité aux écritures comptables spécifiques à l'acquisition. Cela inclut notamment la comptabilisation du goodwill et les charges d'intégration qui peuvent temporairement déprimer le résultat net à T_0 et T_1 .

Équation 3.1 : Rentabilité des actifs

$$ROA = \frac{\text{Résultat net après impôt}}{\text{Total des actifs}}$$

Rentabilité des capitaux propres (ROE) :

Il mesure la rentabilité des fonds investis par les actionnaires et permet d'évaluer si l'opération crée de la valeur du point de vue des apporteurs de capitaux propres (Betton, Eckbo et Thorburn, 2021). Le ROE est complémentaire du ROA mais présente une sensibilité accrue à la structure d'endettement de l'entreprise : un levier financier élevé peut augmenter mécaniquement le ROE sans que la performance opérationnelle réelle ne s'améliore. Cette limite justifie son utilisation conjointe avec le ROA.

Équation 3.2 : Rentabilité des capitaux propres

$$\text{ROE} = \frac{\text{Résultat net après impôt}}{\text{Capitaux propres}}$$

Ratio de Tobin (TQ):

Cet indicateur intègre une dimension prospective. Il reflète les anticipations du marché quant à la capacité future de l'entreprise à générer de la valeur au-delà de la valeur comptable de ses actifs (Dang, Li et Yang, 2018). Il est particulièrement adapté aux entreprises cotées et constitue un complément naturel aux indicateurs comptables. Sa principale limite est sa sensibilité aux conditions générales des marchés financiers, qui peuvent faire varier le TQ indépendamment de la performance réelle de l'entreprise.

Il est calculé selon l'approximation de Chung et Pruitt (1994), largement adoptée dans la littérature empirique sur les fusions-acquisitions :

Équation 3.3 : Ratio de Tobin

$$\text{TQ} = \frac{(\text{Valeur de marché des fonds propres} + \text{Valeur comptable de la dette totale})}{\text{Total des actifs}}$$

3.1.4.2 Variable explicative principale

La variable explicative principale est la distance culturelle entre le Canada et le pays de domiciliation de la cible. Nous la mesurons à partir des six dimensions culturelles de Hofstede et Minkov (2010) : la distance hiérarchique (PDI), l'individualisme (IDV), la masculinité (MAS), l'évitement de l'incertitude (UAI), l'orientation à long terme (LTO) et l'indulgence (IVR).

Conformément à l'approche standard de la littérature, la distance culturelle est opérationnalisée à l'aide de l'indice composite proposé par Kogut et Singh (1988), qui agrège

les écarts observés sur chacune des six dimensions en une mesure scalaire unique de l'éloignement culturel global entre le Canada et le pays de la cible. Cet indice est calculé selon la formule suivante :

Équation 3.4 : : Indice de distance culturelle de Kogut et Singh (1988)

$$CD_j = \frac{1}{6} \sum_{k=1}^6 \frac{(I_{kj} - I_{kC})^2}{V_k}$$

Où :

- **I_{kC}** : Le score du Canada sur la dimension culturelle k
- **I_{kj}** : Le score du pays de la cible j sur la même dimension k
- **V_k** : La variance de la dimension k
- **CD_j** : L'indice de distance culturelle globale entre le Canada et le pays j

3.1.4.3 Variables de contrôle

Les variables de contrôle sont sélectionnées sur la base de leur capacité à influencer la performance post-acquisition, conformément au critère d'inclusion standard en économétrie (Wooldridge, 2019 ; King et al., 2004). Leur introduction vise à isoler l'effet propre de la distance culturelle en neutralisant l'influence des autres déterminants structurels de la performance. En l'absence de ces variables, les estimations seraient exposées à un biais de variable omise.

Taille de l'acquéreur : mesurée par le logarithme naturel du total des actifs à la date de clôture de la transaction. Cette variable permet de capter les ressources dont dispose l'entreprise. Les grandes entreprises disposent de ressources financières, humaines et organisationnelles plus importantes pour absorber les coûts d'intégration. Conformément à la littérature (Moeller et al., 2004), cette variable est associée positivement à la performance post-acquisition.

Expérience acquisitive : variable indicatrice prenant la valeur 1 si l'acquéreur a réalisé au moins une acquisition internationale auparavant la transaction courante, et 0 sinon. L'expérience acquisitive favorise l'apprentissage organisationnel et améliore les capacités d'intégration (Aktas, de Bodt et Roll, 2019). Conformément à la littérature.

Méthode de paiement : mesuré à l'aide d'une variable indicatrice. Elle prend la valeur 1 lorsque la transaction est réalisée intégralement en numéraire, et 0 dans les autres cas (actions ou paiement mixte). Ce type de paiement est généralement interprété comme un signal positif sur la valeur de la cible. Conformément à la littérature (Betton, Eckbo et Thorburn, 2021), le paiement en numéraire est associé positivement à la performance post-acquisition.

Similarité sectorielle : variable indicatrice prenant la valeur 1 lorsque l'acquéreur et la cible appartiennent au même secteur d'activité, et 0 sinon. Les acquisitions horizontales facilitent l'exploitation de synergies opérationnelles. La direction de l'association entre la similarité sectorielle et la performance post-acquisition est ambiguë dans la littérature empirique (Shijaku, Lou et Bauer, 2025), et doit être déterminée empiriquement.

Taille de la transaction : mesurée par le logarithme naturel de la valeur déclarée de la transaction. Cette variable permet de capter l'ampleur de l'opération. Les grandes transactions impliquent généralement des défis d'intégration plus importants. Elles sont aussi plus exposées au risque de surpaiement, connu sous le nom de winner's curse. Conformément à la littérature (Roll, 1986 ; Moeller et al., 2004), cette variable est associée négativement à la performance post-acquisition de l'acquéreur.

Cible américaine : variable indicatrice prenant la valeur 1 lorsque la cible est domiciliée aux États-Unis, et 0 sinon. Cette variable est introduite pour deux raisons. D'une part, un nombre important des transactions de l'échantillon impliquent une cible américaine. Cela crée une masse critique justifiant un traitement spécifique. D'autre part, les acquisitions canadiennes aux États-Unis bénéficient d'une proximité institutionnelle, juridique et linguistique particulière, ainsi que de la profondeur des marchés financiers américains, susceptibles de faciliter l'intégration post-acquisition. La proximité institutionnelle et culturelle entre le Canada et les États-Unis suggère une association positive entre cette variable et la performance post-acquisition.

Tableau 3.2 : Récapitulatif des variables

Le tableau 3.2 résume les variables mobilisées dans le modèle de recherche, leurs formules de calcul et les abréviations utilisées dans l'ensemble du mémoire.

Variable	Mesure / Formule	Abréviation
Performance comptable	$\frac{\text{Résultat net après impôt}}{\text{Total des actifs}}$	ROA
Performance actionnaires	$\frac{\text{Résultat net après impôt}}{\text{Capitaux propres}}$	ROE
Performance de marché	$\frac{(\text{Valeur de marché des fonds propres} + \text{Valeur comptable de la dette totale})}{\text{Total des actifs}}$	TQ
Distance culturelle	$\frac{1}{6} \sum_{k=1}^6 \frac{(I_{kj} - I_{kC})^2}{V_k}$	DC
Taille acquéreur	Log (Total actifs)	Taille
Expérience acquisitive	Variable binaire qui prend la valeur 1 si l'acquéreur a réalisé au moins une acquisition internationale dans les cinq années précédant la transaction, et 0 sinon	Expérience
Méthode de paiement	Variable binaire qui prend la valeur 1 si le paiement est effectué intégralement en cash, et 0 sinon	Paieement
Similarité sectorielle	Variable binaire qui prend la valeur 1 si l'entreprise acquéreuse et la cible appartiennent au même secteur d'activité, et 0 sinon	Secteur
Taille de la transaction	Log (Valeur du deal en USD)	Valeur
Cible américaine	Variable binaire qui prend la valeur 1 si la cible est domiciliée aux États-Unis, et 0 sinon	US

3.2 Méthodologie de recherche

3.2.1 Modèle empirique

Les modèles empiriques mobilisés dans cette étude visent à estimer l'effet des écarts culturels sur la performance post-acquisition des fusions-acquisitions transfrontalières réalisées par des acquéreurs canadiens. Pour y parvenir, nous spécifions un modèle de régression dont la structure permet d'isoler la contribution propre des différences culturelles, tout en neutralisant l'influence des facteurs confondants liés aux caractéristiques des entreprises et des transactions.

La variable dépendante mesure la performance post-acquisition et est opérationnalisée à l'aide de trois indicateurs complémentaires : le ROA, le ROE et le TQ. Ce choix répond à une exigence de robustesse : chaque indicateur capte une dimension spécifique de la création de valeur. Le ROA et le ROE reposent sur une approche comptable rétrospective, tandis que le TQ reflète les anticipations du marché quant à la valeur future générée par l'opération. Ces indicateurs sont mesurés sur quatre horizons temporels post-acquisition, de T_0 à T_3 , tels que définis à la section précédente.

La variable explicative principale est la distance culturelle entre le Canada et le pays de la cible, calculée selon la formule adaptée de Kogut et Singh (1988) présentée à la section 3.1.4. Dans sa forme initiale, cette variable est introduite comme un indice agrégé synthétisant l'ensemble des six dimensions de Hofstede en une mesure scalaire unique de l'éloignement culturel global. Nous introduisons également un vecteur de variables de contrôle visant à isoler l'effet net des différences culturelles de celui des autres déterminants structurels de la performance post-acquisition, conformément aux standards de la littérature empirique (King et al., 2004 ; Moeller et al., 2004).

Le modèle de base estimé s'écrit comme suit :

$$\text{Performance}_{i,t} = \alpha + \beta_1 \text{CD}_i + \sum_{k=1}^K \gamma_k X_{k,i} + \varepsilon_i$$

Où :

- **CD_i** : La distance culturelle entre le Canada et le pays de la cible
- **i** : L'opération
- **X_{k,i}** : L'ensemble des variables de contrôle
- **α** : Constante du modèle.

- β_1 : L'effet marginal de la distance culturelle sur la performance post-acquisition.
- γ_k : Le coefficient associé à chaque variable de contrôle.
- ε_i : Le terme d'erreur.

3.2.2 Méthode d'estimation

L'analyse empirique repose sur un modèle économétrique en coupe transversale, estimé par la méthode des moindres carrés ordinaires (MCO / OLS). Ce choix méthodologique se justifie par la structure des données mobilisées : chaque observation correspond à une opération de fusion-acquisition distincte, caractérisée par ses propres attributs culturels, financiers et organisationnels, ce qui constitue naturellement une structure de données en coupe transversale. Bien que certains acquéreurs de l'échantillon aient réalisé plusieurs acquisitions sur la période 2015–2020, une structure de panel au niveau de la firme n'a pas été retenue.

Cette décision s'explique par la nature des acquisitions étudiées. Une même firme peut cibler des pays différents à des périodes distinctes. Dans ce contexte, la variation d'intérêt, à savoir la distance culturelle, se situe principalement entre les observations plutôt qu'au sein d'une même firme dans le temps.

L'estimateur OLS présente plusieurs propriétés qui en font un choix pertinent dans ce contexte :

- Il produit des coefficients directement interprétables en termes d'effet marginal des variables explicatives sur la performance, ce qui facilite la mise en relation des résultats empiriques avec les prédictions théoriques.
- Son recours est solidement ancré dans la littérature empirique en finance et en économie, où il constitue la méthode de référence pour l'analyse des déterminants de la performance des entreprises (Gujarati et Porter, 2009 ; Wooldridge, 2010), garantissant ainsi la comparabilité des résultats avec ceux des travaux antérieurs.

Lorsque les hypothèses classiques du modèle linéaire sont satisfaites, notamment l'exogénéité des régresseurs, l'absence de multicollinéarité sévère, l'homoscédasticité des résidus et l'indépendance des termes. Dans ce cadre, le théorème de Gauss-Markov garantit que les estimateurs OLS sont sans biais, convergents et efficaces. Ils appartiennent ainsi à la classe des estimateurs linéaires non biaisés, dits BLUE.

Enfin, des tests économétriques complémentaires sont réalisés afin de vérifier la validité des hypothèses du modèle, notamment en ce qui concerne la multicollinéarité et l'homoscédasticité, contribuant ainsi à garantir la robustesse des résultats obtenus.

3.2.3 Tests économétriques

3.2.3.1 Test de l'hétéroscédasticité

Dans les études empiriques en finance, les modèles de régression sont fréquemment confrontés à des problèmes d'hétéroscédasticité, en raison de la forte dispersion des données financières et de l'hétérogénéité des entreprises étudiées. Cette situation implique que la variance des termes d'erreur n'est pas constante entre les observations, ce qui peut biaiser les erreurs standards estimées et affecter la validité des tests statistiques. Dans ce contexte, et conformément aux pratiques couramment adoptées dans la littérature en finance empirique, les régressions de ce mémoire sont estimées avec des erreurs standards robustes à l'hétéroscédasticité. Cette correction permet d'obtenir des inférences statistiques plus fiables, même en présence d'une variance non constante des résidus.

Chapitre 4 : Résultats empiriques

4.1 Analyse descriptive

4.1.1 Statistiques descriptives

4.1.1.1 Variables de distance culturelle

Comme l'illustre le tableau 4.1, les statistiques descriptives relatives aux six dimensions de la distance culturelle présentent une caractéristique commune : un écart systématique entre la moyenne et la médiane dans chaque distribution, indiquant une asymétrie positive marquée. Cette configuration apparaît cohérente avec les stratégies d'internationalisation mises en évidence dans la littérature. Les acquéreurs canadiens tendent en effet à privilégier des cibles situées dans des environnements culturellement proches, conformément aux prédictions de la théorie de la distance psychique (Baack, Dow et Parente, 2015 ; Håkanson et Björn, 2020). Certaines acquisitions sont toutefois réalisées dans des pays culturellement plus éloignés et, bien qu'elles demeurent peu nombreuses, elles influencent fortement la forme des distributions observées.

Distance hiérarchique. La moyenne s'établit à 1,372 pour une médiane de 0,006, avec un écart-type de 3,081 et un maximum de 24,138. Cette configuration met en évidence une concentration des observations autour de faibles niveaux de distance, accompagnée de quelques valeurs extrêmes élevées. Elle suggère que la majorité des cibles provient de pays culturellement proches du Canada en matière de distance hiérarchique, comme les États-Unis, le Royaume-Uni ou l'Australie. À l'inverse, un nombre plus limité d'acquisitions réalisées dans des pays caractérisés par une forte hiérarchie organisationnelle contribue à étirer la distribution vers la droite.

Individualisme. La moyenne (1,292) est environ six fois supérieure à la médiane (0,217), avec un écart-type de 2,671 et un maximum de 11,478. Cette asymétrie reflète le fait que le Canada figure parmi les sociétés les plus individualistes selon les scores de Hofstede. La majorité des cibles présente donc un écart d'individualisme faible, tandis qu'une minorité d'acquisitions dans des pays à orientation collectiviste marquée étire la distribution.

Masculinité. Avec une moyenne de 1,818 et une médiane de 0,723, cette dimension présente l'écart-type le plus élevé parmi les variables culturelles (3,673), ainsi qu'un maximum de 19,537. Cette forte dispersion ne traduit pas uniquement une asymétrie statistique. Elle reflète également une grande diversité des valeurs culturelles liées aux rôles de genre entre le Canada

et les pays cibles de l'échantillon. D'un point de vue empirique, cette variabilité offre une dispersion importante de la variable, ce qui facilite l'analyse de son effet potentiel sur la performance post-acquisition.

Évitement de l'incertitude. La moyenne (1,297) dépasse largement la médiane (0,018), ce qui fait de cette dimension celle présentant l'asymétrie la plus marquée de l'ensemble des variables culturelles. Avec un maximum de 18,378, la distribution apparaît fortement concentrée autour de valeurs proches de zéro, tandis qu'un nombre limité de transactions impliquant des pays caractérisés par une forte aversion à l'incertitude influence fortement la distribution. Ce profil suggère que l'effet potentiel de cette dimension pourrait principalement être porté par un nombre relativement restreint d'observations.

Orientation à long terme. Cette dimension apparaît comme la plus homogène de l'échantillon, avec l'écart-type le plus faible (1,924) et une moyenne (1,206) relativement proche de la médiane (0,434). Bien que la distribution demeure asymétrique, cette asymétrie reste moins prononcée que pour les autres dimensions culturelles, ce qui suggère une variabilité plus modérée des écarts d'orientation temporelle entre le Canada et les pays cibles. Cette homogénéité relative pourrait limiter la capacité à détecter statistiquement certains effets associés à cette dimension, en raison d'une dispersion plus faible de la variable explicative.

Indulgence. Cette dimension présente le profil statistique le plus atypique de l'ensemble. Elle se caractérise par une moyenne de 2,302, une médiane strictement nulle, l'écart-type le plus élevé (7,115) ainsi que le maximum le plus extrême (35,411). Une médiane nulle indique que plus de la moitié des observations présentent un écart d'indulgence nul ou très faible, ce qui signifie qu'une part importante de la variabilité de cette dimension est concentrée dans un nombre limité d'observations situées à l'extrémité droite de la distribution. Cette forte asymétrie rend donc cette dimension particulièrement sensible à la présence de valeurs extrêmes.

4.1.1.2 Variables de performance

Rentabilité des actifs (ROA) :

Les quatre mesures du ROA (T_0 à T_3) mettent en évidence une évolution progressive de la performance opérationnelle, cohérente avec les résultats généralement observés dans la littérature sur les fusions-acquisitions transfrontalières. Dès l'année de l'opération (T_0), la moyenne est négative (-0,042), alors que la médiane demeure positive (0,019). Cet écart de signe suggère qu'un nombre limité de transactions fortement déficitaires exerce une influence

importante sur la moyenne, tandis que l'entreprise médiane conserve une rentabilité légèrement positive. Cette tendance se poursuit au fil des horizons temporels. À T_3 , la moyenne atteint $-0,064$ alors que la médiane reste relativement stable à $0,011$, ce qui indique que la détérioration observée se concentre principalement dans une partie limitée de l'échantillon plutôt que de concerner l'ensemble des entreprises.

Les valeurs extrêmes observées ($-0,994$ à $0,809$) confirment la présence d'observations atypiques aux deux extrémités de la distribution, ce qui justifie le recours à des estimations robustes afin de limiter l'influence disproportionnée de ces valeurs sur les résultats. Ces constats rejoignent la littérature empirique, qui met fréquemment en évidence une détérioration de la performance comptable à moyen terme, généralement attribuée aux coûts d'intégration et aux difficultés de coordination interorganisationnelle (Zollo et Meier, 2008).

Rentabilité des capitaux propres (ROE) :

Le ROE présente une structure statistique proche de celle observée pour le ROA, avec toutefois une différence importante. À T_0 , la moyenne est nulle ($0,000$), alors que la médiane demeure positive ($0,054$), ce qui indique qu'une partie importante des acquéreurs génère un rendement positif pour les actionnaires dès l'année de l'acquisition. À l'inverse, des pertes plus élevées dans une partie de l'échantillon exercent un effet négatif suffisant pour neutraliser cette performance moyenne.

Cette configuration met en évidence une forte hétérogénéité des performances actionnariales dès la première année post-acquisition. Aux horizons T_1 à T_3 , les moyennes deviennent légèrement négatives, entre $-0,030$ et $-0,012$, tandis que les médianes restent positives, entre $0,042$ et $0,055$, reproduisant ainsi le profil asymétrique déjà observé pour le ROA.

L'écart-type du ROE, compris entre $0,258$ et $0,292$, demeure systématiquement supérieur à celui du ROA sur l'ensemble des périodes, ce qui reflète l'effet de levier financier amplifiant la variabilité du rendement des actionnaires par rapport à celle du rendement des actifs. Les valeurs extrêmes, comprises entre $-0,987$ et $0,958$, confirment également l'existence d'une forte dispersion des trajectoires de performance post-acquisition au sein de l'échantillon.

Ratio de Tobin (TQ):

Le ratio de Tobin apporte une perspective complémentaire aux indicateurs comptables puisqu'il intègre les anticipations du marché concernant la valeur future générée par l'opération. À T_0 , la moyenne (3,272) est nettement supérieure à la médiane (1,215), ce qui traduit une forte asymétrie à droite de la distribution. La majorité des acquéreurs présente ainsi un ratio Q modéré, légèrement supérieur à l'unité, correspondant à une valorisation seulement un peu plus élevée que la valeur comptable des actifs et à des perspectives de croissance relativement limitées.

À l'inverse, un nombre plus restreint d'entreprises bénéficiant d'une valorisation boursière élevée contribue à tirer la moyenne vers le haut. Cette hétérogénéité reflète la coexistence, au sein de l'échantillon, d'entreprises matures évoluant dans des secteurs à faible potentiel de croissance et d'entreprises davantage orientées vers les actifs intangibles, pour lesquelles le marché anticipe une création de valeur plus importante.

L'évolution décroissante du TQ au fil du temps apparaît particulièrement intéressante sur le plan analytique. La moyenne passe de 3,272 à T_0 à 2,373 à T_3 , tandis que la médiane diminue de 1,215 à 0,826. Cette baisse progressive de la valorisation marchande, observée parallèlement à la détérioration du ROA et du ROE, suggère que le marché non seulement anticipe, mais confirme et prolonge une destruction partielle de valeur à la suite des opérations d'acquisition.

4.1.1.3 Variables de contrôle

Expérience en acquisitions : Cette variable binaire présente une moyenne de 0,483 et une médiane nulle. La proximité de la moyenne avec 0,5 indique un échantillon relativement équilibré entre acquéreurs expérimentés (48,3 %) et novices (51,7 %). Cette répartition offre une variabilité suffisante pour analyser l'effet potentiel de l'expérience acquisitive dans les modèles empiriques.

Taille de l'acquéreur : Mesurée en logarithme, cette variable présente une moyenne de 5,358 et une médiane de 5,908, ce qui indique une légère asymétrie à gauche. Les entreprises les plus importantes apparaissent ainsi légèrement surreprésentées dans l'échantillon, tandis qu'un nombre limité de petites firmes contribue à tirer la moyenne vers le bas. L'amplitude des valeurs observées demeure particulièrement élevée, allant de -8,38 à 13,808, ce qui reflète une forte diversité des profils d'acquéreur étudiés. La valeur minimale négative s'explique par la transformation logarithmique appliquée à des niveaux d'actifs inférieurs à

l'unité dans l'échelle retenue, traduisant la présence de certaines entreprises de très petite taille dans l'échantillon.

Méthode de paiement : Avec une moyenne de 0,153 et une médiane nulle, cette variable binaire indique que seulement 15,3 % des transactions de l'échantillon sont intégralement financées en numéraire. La majorité des acquisitions repose donc sur d'autres modalités de financement, notamment les échanges d'actions ou les financements mixtes.

Similarité sectorielle : Avec une moyenne de 0,624 et une médiane de 1, cette variable binaire indique que 62,4 % des transactions impliquent un acquéreur et une cible opérant dans le même secteur d'activité. La médiane égale à 1 confirme que les acquisitions intra-sectorielles constituent la modalité dominante de l'échantillon.

Valeur de la transaction : Cette variable présente une moyenne de 3,024 et une médiane de 3,219 sur son échelle logarithmique. Ces résultats indiquent que les opérations de l'échantillon portent globalement sur des montants importants. Le fait que la médiane soit légèrement supérieure à la moyenne suggère une asymétrie modérée de la distribution, liée à la présence de certaines transactions de plus faible valeur qui influencent la moyenne vers le bas. Dans l'ensemble, les opérations demeurent concentrées autour de niveaux de transaction élevés, tout en conservant une diversité notable entre acquisitions.

Cible située aux États-Unis : La moyenne de 0,600 et la médiane de 1 indiquent que 60 % des transactions de l'échantillon concernent des entreprises américaines. Cette forte concentration apparaît cohérente avec l'importance des relations économiques entre le Canada et les États-Unis. Elle invite toutefois à interpréter les résultats avec prudence lorsqu'il s'agit de les généraliser à des acquisitions réalisées dans des environnements culturellement plus éloignés.

4.1.1.4 Synthèse générale

L'examen d'ensemble des statistiques descriptives met en évidence trois traits structurels de l'échantillon.

Premièrement, les variables de distance culturelle présentent toutes une asymétrie positive marquée, avec des médianes très faibles et des moyennes influencées par un nombre limité d'observations extrêmes. Cette configuration reflète la tendance des acquéreurs canadiens à privilégier des cibles culturellement proches et souligne l'importance de tenir compte de l'influence potentielle des valeurs aberrantes dans les estimations empiriques.

Deuxièmement, les indicateurs de performance révèlent une forte hétérogénéité entre les transactions étudiées. Alors que l'entreprise médiane conserve une performance légèrement positive sur l'ensemble des horizons temporels, les moyennes sont progressivement tirées vers le bas par un nombre limité de transactions fortement déficitaires. Cette évolution suggère que les effets négatifs des acquisitions demeurent concentrés dans une partie restreinte de l'échantillon plutôt que généralisés à l'ensemble des opérations.

Troisièmement, la forte dispersion observée dans la plupart des variables, qu'elles soient culturelles ou liées à la performance, s'accompagne de la présence de valeurs extrêmes dans l'échantillon. Cette configuration renforce la pertinence du recours à des erreurs standards robustes à l'hétéroscédasticité dans les estimations économétriques.

Tableau 4.1 : Statistiques descriptives des variables de l'étude

Le tableau 4.1 présente les statistiques descriptives des variables de l'étude. Il fournit la moyenne, la médiane, l'écart-type ainsi que les valeurs minimales et maximales observées pour chaque variable.

Variables	Mean	Median	SD	Min	Max
PDI	1,372	0,006	3,081	0,006	24,138
IDV	1,292	0,217	2,671	0,000	11,478
MAS	1,818	0,723	3,673	0,007	19,537
UAI	1,297	0,018	2,723	0,000	18,378
LTO	1,206	0,434	1,924	0,006	11,012
IVR	2,302	0,000	7,115	0,000	35,411
ROA ₀	-0,042	0,019	0,199	-0,994	0,809
ROA ₁	-0,058	0,011	0,193	-0,994	0,266
ROA ₂	-0,056	0,011	0,204	-0,968	0,501
ROA ₃	-0,064	0,011	0,218	-0,985	0,547
ROE ₀	0,000	0,054	0,264	-0,987	0,844
ROE ₁	-0,030	0,042	0,269	-0,983	0,850
ROE ₂	-0,011	0,045	0,258	-0,955	0,854
ROE ₃	-0,012	0,055	0,292	-0,984	0,958
TQ ₀	3,272	1,215	4,942	0,000	27,748
TQ ₁	2,598	1,026	4,043	0,000	25,978
TQ ₂	2,293	0,873	3,746	0,000	27,748
TQ ₃	2,373	0,826	4,230	0,000	29,172
Expérience	0,483	0,000	0,500	0,000	1,000
Valeur	3,024	3,219	2,366	-4,423	10,250
Taille	5,358	5,908	3,390	-8,380	13,808
Paieement	0,153	0,000	0,360	0,000	1,000
Secteur	0,624	1,000	0,485	0,000	1,000
US	0,600	1,000	0,490	0,000	1,000
N	542				

4.1.2 Matrice de corrélation

L'examen des matrices de corrélation répond à deux objectifs complémentaires. Il permet, dans un premier temps, d'identifier les relations bivariées entre les variables et de fournir un aperçu général des associations observées dans les données. Il sert également à détecter d'éventuels problèmes de multicolinéarité susceptibles d'affecter la stabilité des estimateurs OLS. Les matrices présentées dans les tableaux 4.2 à 4.5 couvrent les différents horizons post-acquisition (T0 à T3) et incluent l'ensemble des variables utilisées dans l'analyse.

4.1.2.1 Intercorrélations entre les dimensions culturelles

Les dimensions culturelles présentent des intercorrélations élevées et systématiquement significatives. Certaines dépassent même le seuil critique de 0,7, généralement associé à un risque de multicolinéarité problématique. À titre d'exemple, la corrélation entre la distance hiérarchique et l'individualisme atteint 0,773, tandis que celle observée entre l'individualisme et l'indulgence s'élève à 0,743. La relation entre l'individualisme et le contrôle de l'incertitude demeure également élevée, avec un coefficient de 0,721. En revanche, la masculinité et l'orientation à long terme présentent des corrélations plus modérées avec les autres dimensions, comprises respectivement entre 0,326 et 0,649 pour la première, et entre 0,309 et 0,540 pour la seconde. Ces deux dimensions apparaissent ainsi relativement plus indépendantes au sein du bloc culturel.

Sur le plan économique, ces corrélations reflètent le fait que les dimensions culturelles de Hofstede ne sont pas totalement indépendantes les unes des autres. Les écarts culturels observés entre pays tendent ainsi à évoluer conjointement sur plusieurs dimensions, ce qui suggère l'existence de profils culturels relativement cohérents et interdépendants.

4.1.2.2 Relations entre dimensions culturelles et performance

Rentabilité des actifs (ROA) :

Les corrélations entre la distance culturelle et le ROA sont initialement faibles, mais deviennent progressivement négatives à mesure que l'horizon temporel s'allonge. À T0, seule la distance liée à l'individualisme présente une corrélation significative (-0,094). Cet effet s'accroît à T2 (-0,136) et s'étend également à d'autres dimensions culturelles, notamment la masculinité (-0,075), l'indulgence (-0,077) ainsi que l'orientation à long terme (-0,084), toutes significatives au seuil de 10 %.

À T_3 , les corrélations négatives deviennent plus marquées, notamment pour l'individualisme ($-0,154$), l'indulgence ($-0,161$) et la distance hiérarchique ($-0,095$). Cette progression dans le temps suggère que les effets des différences culturelles sur la performance opérationnelle apparaissent de manière graduelle, à mesure que les difficultés d'intégration post-acquisition se reflètent sur les résultats des entreprises.

Rentabilité des capitaux propres (ROE) :

Les corrélations observées pour le ROE suivent une trajectoire similaire à celle du ROA, mais moins marquée. À T_0 , seule la distance liée à l'individualisme est significative ($-0,080$), tandis qu'à T_2 , une corrélation positive isolée apparaît pour la masculinité ($0,082$), sans se maintenir dans le temps.

À T_3 , certaines dimensions présentent de nouveau des corrélations négatives, notamment l'individualisme ($-0,104$) et l'indulgence ($-0,076$). Cette évolution traduit une détérioration progressive de la performance financière, bien que celle-ci demeure moins prononcée que pour le ROA. Cette différence peut notamment être liée à l'influence de la structure financière des entreprises sur le ROE.

Ratio de Tobin (TQ) :

Le ratio de Tobin présente une dynamique différente. Les corrélations avec les dimensions culturelles sont positives et tendent à se renforcer avec le temps. À T_0 , elles demeurent relativement faibles (par exemple $0,071$ pour la distance hiérarchique) alors qu'à T_3 , elles deviennent plus élevées et significatives au seuil de 1 %, atteignant $0,184$ pour l'individualisme, $0,160$ pour l'indulgence et $0,147$ pour la distance hiérarchique.

Cette divergence met en évidence une différence entre la perception du marché et la performance opérationnelle effectivement réalisée. Les investisseurs semblent initialement valoriser positivement l'exposition à des environnements culturellement plus éloignés, alors que les performances observées se détériorent progressivement sous l'effet des difficultés d'intégration. Cette dynamique peut refléter une information imparfaite du marché concernant les coûts réels associés à l'intégration post-acquisition.

4.1.2.3 Variables de contrôle et performance

La taille de l'acquéreur présente les corrélations les plus fortes avec la performance comptable, avec des coefficients compris entre 0,532 et 0,554 pour le ROA. En revanche, elle est négativement corrélée au TQ ($-0,236$ à T_0). Ce résultat suggère que les grandes entreprises bénéficient de moindres perspectives de croissance relative.

La taille de la transaction est positivement corrélée au ROA, avec des coefficients pouvant atteindre 0,398, ainsi qu'au ROE. En revanche, elle présente une corrélation négative avec le TQ ($-0,195$), ce qui suggère que les grandes transactions génèrent des gains opérationnels tout en étant perçues comme plus risquées par le marché.

L'expérience acquisitive est positivement associée au ROA, avec des coefficients pouvant atteindre 0,222, confirmant l'existence d'un certain apprentissage organisationnel lié aux acquisitions antérieures. En revanche, cette variable n'est pas significativement corrélée au TQ, ce qui indique que cette expérience ne semble pas être explicitement intégrée par le marché dans ses anticipations de création de valeur.

La méthode de paiement est positivement corrélée à la performance comptable. Pour le ROA, cette corrélation atteint environ 0,150, mais aucune relation significative n'est observée avec le TQ. Ce résultat indique que le mode de financement des acquisitions n'influence pas fortement les anticipations du marché concernant la création de valeur future.

La similarité sectorielle est positivement corrélée au TQ (jusqu'à 0,158), mais demeure faiblement liée aux indicateurs comptables. Cette configuration traduit le fait que les synergies attendues des acquisitions intra-sectorielles sont principalement anticipées par le marché, sans pour autant se refléter avec la même intensité dans la performance opérationnelle effectivement réalisée.

Enfin, la variable relative aux cibles américaines présente une corrélation positive avec la performance comptable, d'environ 0,100. En revanche, elle est négativement corrélée au TQ ($-0,195$), ce qui peut suggérer une valorisation boursière moins favorable des acquisitions réalisées dans des environnements perçus comme culturellement proches.

4.1.2.4 Variables de contrôle et distance culturelle

Les corrélations entre variables de contrôle et dimensions culturelles restent globalement modérées, ce qui limite les risques de colinéarité. Toutefois, certaines relations sont économiquement significatives.

L'expérience acquisitive est négativement corrélée à plusieurs dimensions culturelles, notamment l'individualisme ($-0,190$) et le contrôle de l'incertitude ($-0,151$). Cette relation peut suggérer que les entreprises les plus expérimentées tendent davantage à réaliser des acquisitions dans des environnements culturellement plus proches.

La taille de la transaction présente également des corrélations négatives avec certaines dimensions culturelles, notamment l'individualisme ($-0,185$) et la distance hiérarchique ($-0,143$). Cette relation peut refléter une certaine prudence des entreprises face aux risques associés aux acquisitions de grande envergure dans des environnements culturellement plus éloignés.

La variable « cible située aux États-Unis » présente des corrélations élevées avec plusieurs dimensions culturelles, notamment le contrôle de l'incertitude ($-0,576$) et la distance hiérarchique ($-0,543$). Ces résultats traduisent la proximité culturelle observée entre le Canada et les États-Unis et soutiennent la pertinence de l'introduction de cette variable comme contrôle spécifique dans les modèles empiriques.

4.1.2.5 Corrélations entre indicateurs de performance

Les corrélations entre le ROA et le ROE sont élevées, atteignant $0,921$ à T_1 , ce qui reflète leur forte proximité conceptuelle. Toutefois, cette corrélation diminue avec le temps ($0,623$ à T_3), suggérant une divergence progressive possiblement liée aux ajustements de structure financière intervenant après l'acquisition.

En revanche, les corrélations entre le TQ et les indicateurs comptables demeurent faibles et parfois négatives, comme l'illustre la corrélation de $-0,083$ observée avec le ROA à T_3 . Ces résultats montrent que les indicateurs comptables et boursiers reflètent des dimensions différentes de la performance post-acquisition, ce qui renforce l'intérêt de les mobiliser conjointement dans l'analyse.

4.1.2.6 Synthèse générale

L'analyse met en évidence quatre principaux résultats. Premièrement, les fortes intercorrélations observées entre certaines dimensions culturelles, pouvant atteindre $0,773$, justifient l'estimation séparée des dimensions afin de limiter les problèmes potentiels de multicolinéarité.

Deuxièmement, les variables de contrôle présentent des corrélations globalement modérées, ce qui limite les risques de multicolinéarité. Une exception concerne toutefois la variable « cible située aux États-Unis », qui affiche des corrélations plus élevées avec certaines

dimensions culturelles en raison de la proximité structurelle entre le Canada et les États-Unis. Dans l'ensemble, ces résultats soutiennent néanmoins la validité économétrique des spécifications retenues.

Troisièmement, la distance culturelle semble associée à une détérioration progressive de la performance comptable au fil du temps, ce qui est cohérent avec l'hypothèse selon laquelle les coûts d'intégration post-acquisition se manifestent de manière différée.

Quatrièmement, la dynamique observée pour le TQ met en évidence une différence entre la perception du marché et la performance réellement réalisée par les entreprises après l'acquisition. Cette divergence peut refléter une asymétrie d'information du marché quant aux coûts et aux difficultés associés à l'intégration post-acquisition.

Ces résultats ont des conséquences directes sur la stratégie d'estimation retenue. Les fortes intercorrélations observées entre les dimensions culturelles indiquent en effet un risque potentiel de multicolinéarité, susceptible de réduire la stabilité ainsi que la lisibilité des coefficients dans un modèle intégrant simultanément l'ensemble des dimensions culturelles.

Dans ce contexte, l'introduction simultanée des six dimensions culturelles dans une même spécification économétrique semble difficilement appropriée. Cette situation est cohérente avec la littérature méthodologique, selon laquelle des corrélations élevées entre variables explicatives peuvent réduire la stabilité des estimateurs et affaiblir la significativité statistique des coefficients obtenus.

En conséquence, la stratégie empirique initialement fondée sur un indicateur agrégé de distance culturelle a été ajustée à la lumière des résultats issus de la matrice de corrélation. L'indice global CD_i a ainsi été remplacé par une approche dimensionnelle dans laquelle chaque dimension culturelle $CD_{j,i}$ est estimée séparément dans des régressions distinctes.

Cette approche permet d'identifier plus clairement l'effet propre de chaque dimension culturelle sur la performance post-acquisition, tout en limitant les problèmes potentiels de multicolinéarité. Elle rejoint également une partie de la littérature récente qui privilégie des analyses désagrégées afin de mieux comprendre les effets spécifiques associés aux différentes dimensions culturelles.

Tableau 4.2 : Matrice des corrélations entre les variables de l'étude (Horizon T₀)

Le tableau 4.2 présente la matrice des corrélations entre les variables de l'étude à l'horizon T₁. (***), (**) et (*) *désignent* le degré de signification des coefficients à 1%, 5% et 10% respectivement.

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)
(1) PDI	1.000														
(2) IDV	0.773***	1.000													
(3) MAS	0.326***	0.528***	1.000												
(4) UAI	0.647***	0.721***	0.512***	1.000											
(5) LTO	0.309***	0.351***	0.433***	0.386***	1.000										
(6) IVR	0.656***	0.743***	0.649***	0.583***	0.540***	1.000									
(7) ROA ₀	-0.019	-0.094**	-0.015	-0.026	0.045	-0.012	1.000								
(8) ROE ₀	-0.034	-0.080*	0.031	-0.003	0.026	-0.003	0.815***	1.000							
(9) TQ ₀	0.087**	0.108**	0.015	0.048	-0.013	0.009	0.016	0.001	1.000						
(10) Expérience	-0.126***	-0.190***	-0.073*	-0.151***	-0.054	-0.133***	0.169***	0.085*	-0.039	1.000					
(11) Taille	-0.084*	-0.153***	-0.067	-0.066	-0.027	-0.099**	0.532***	0.356***	-0.236***	0.310***	1.000				
(12) Paiement	-0.091**	-0.054	-0.005	0.046	-0.011	-0.063	0.159***	0.132***	-0.057	-0.001	0.311***	1.000			
(13) Secteur	0.142***	0.178***	0.121***	0.191***	0.061	0.133***	0.056	0.053	0.158***	-0.094**	0.032	-0.019	1.000		
(14) Valeur	-0.143***	-0.185***	-0.060	-0.111***	-0.048	-0.130***	0.342***	0.276***	-0.171***	0.178***	0.727***	0.349***	0.029	1.000	
(15) US	-0.543***	-0.493***	-0.365***	-0.576***	-0.491***	-0.396***	0.043	0.026	-0.093**	0.090**	0.082*	0.044	-0.106**	0.137***	1.000

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Tableau 4.3 : Matrice des corrélations entre les variables de l'étude (Horizon T₁)

Le tableau 4.3 présente la matrice des corrélations entre les variables de l'étude à l'horizon T₁. (***), (**) et (*) désignent le degré de signification des coefficients à 1%, 5% et 10% respectivement.

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)
(1) PDI	1.000														
(2) IDV	0.773***	1.000													
(3) MAS	0.326***	0.528***	1.000												
(4) UAI	0.647***	0.721***	0.512***	1.000											
(5) LTO	0.309***	0.351***	0.433***	0.386***	1.000										
(6) IVR	0.656***	0.743***	0.649***	0.583***	0.540***	1.000									
(7) ROA _i	-0.058	-0.103**	-0.035	-0.030	0.018	-0.032	1.000								
(8) ROE _i	0.006	-0.005	0.014	0.017	0.069	0.036	0.921***	1.000							
(9) TQ _i	0.071*	0.092**	-0.016	0.036	0.001	0.013	-0.045	-0.035	1.000						
(10) Expérience	-0.126***	-0.190***	-0.073*	-0.151***	-0.054	-0.133***	0.186***	0.131***	-0.019	1.000					
(11) Taille	-0.084*	-0.153***	-0.067	-0.066	-0.027	-0.099**	0.542***	0.403***	-0.143***	0.310***	1.000				
(12) Paiement	-0.091**	-0.054	-0.005	0.046	-0.011	-0.063	0.155***	0.140***	-0.051	-0.001	0.311***	1.000			
(13) Secteur	0.142***	0.178***	0.121***	0.191***	0.061	0.133***	0.102**	0.100**	0.106**	-0.094**	0.032	-0.019	1.000		
(14) Valeur	-0.143***	-0.185***	-0.060	-0.111***	-0.048	-0.130***	0.398***	0.313***	-0.156***	0.178***	0.727***	0.349***	0.029	1.000	
(15) US	-0.543***	-0.493***	-0.365***	-0.576***	-0.491***	-0.396***	0.099**	0.008	-0.091**	0.090**	0.082*	0.044	-0.106**	0.137***	1.000

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Tableau 4.4 : Matrice des corrélations entre les variables de l'étude (Horizon T₂)

Le tableau 4.4 présente la matrice des corrélations entre les variables de l'étude à l'horizon T₂. (***), (**) et (*) désignent le degré de signification des coefficients à 1%, 5% et 10% respectivement.

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)
(1) PDI	1.000														
(2) IDV	0.773***	1.000													
(3) MAS	0.326***	0.528***	1.000												
(4) UAI	0.647***	0.721***	0.512***	1.000											
(5) LTO	0.309***	0.351***	0.433***	0.386***	1.000										
(6) IVR	0.656***	0.743***	0.649***	0.583***	0.540***	1.000									
(7) ROA ₂	-0.060	-0.136***	-0.075*	-0.048	-0.084*	-0.077*	1.000								
(8) ROE ₂	0.035	0.006	0.082*	0.018	0.040	0.059	0.735***	1.000							
(9) TQ ₂	0.089**	0.094**	0.022	0.057	0.003	0.029	-0.007	0.054	1.000						
(10) Expérience	-0.126***	-0.190***	-0.073*	-0.151***	-0.054	-0.133***	0.193***	0.077*	0.009	1.000					
(11) Taille	-0.084*	-0.153***	-0.067	-0.066	-0.027	-0.099**	0.554***	0.348***	-0.085*	0.310***	1.000				
(12) Paiement	-0.091**	-0.054	-0.005	0.046	-0.011	-0.063	0.150***	0.119***	-0.037	-0.001	0.311***	1.000			
(13) Secteur	0.142***	0.178***	0.121***	0.191***	0.061	0.133***	0.065	0.023	0.134***	-0.094**	0.032	-0.019	1.000		
(14) Valeur	-0.143***	-0.185***	-0.060	-0.111***	-0.048	-0.130***	0.359***	0.227***	-0.151***	0.178***	0.727***	0.349***	0.029	1.000	
(15) US	-0.543***	-0.493***	-0.365***	-0.576***	-0.491***	-0.396***	0.100**	0.051	-0.129***	0.090**	0.082*	0.044	-0.106**	0.137***	1.000

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Tableau 4.5 : Matrice des corrélations entre les variables de l'étude (Horizon T₃)

Le tableau 4.5 présente la matrice des corrélations entre les variables de l'étude à l'horizon T₃. (***), (**) et (*) *désignent* le degré de signification des coefficients à 1%, 5% et 10% respectivement.

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)
(1) PDI	1.000														
(2) IDV	0.773***	1.000													
(3) MAS	0.326***	0.528***	1.000												
(4) UAI	0.647***	0.721***	0.512***	1.000											
(5) LTO	0.309***	0.351***	0.433***	0.386***	1.000										
(6) IVR	0.656***	0.743***	0.649***	0.583***	0.540***	1.000									
(7) ROA ₃	-0.095**	-0.154***	-0.087**	-0.082*	-0.063	-0.161***	1.000								
(8) ROE ₃	-0.012	-0.104**	-0.019	-0.028	-0.003	-0.076*	0.623***	1.000							
(9) TQ ₃	0.147***	0.184***	0.152***	0.138***	0.091**	0.160***	-0.083*	0.032	1.000						
(10) Expérience	-0.126***	-0.190***	-0.073*	-0.151***	-0.054	-0.133***	0.222***	0.042	-0.040	1.000					
(11) Taille	-0.084*	-0.153***	-0.067	-0.066	-0.027	-0.099**	0.551***	0.287***	-0.150***	0.310***	1.000				
(12) Paiement	-0.091**	-0.054	-0.005	0.046	-0.011	-0.063	0.165***	0.104**	-0.066	-0.001	0.311***	1.000			
(13) Secteur	0.142***	0.178***	0.121***	0.191***	0.061	0.133***	0.044	0.024	0.109**	-0.094**	0.032	-0.019	1.000		
(14) Valeur	-0.143***	-0.185***	-0.060	-0.111***	-0.048	-0.130***	0.340***	0.153***	-0.195***	0.178***	0.727***	0.349***	0.029	1.000	
(15) US	-0.543***	-0.493***	-0.365***	-0.576***	-0.491***	-0.396***	0.101**	0.049	-0.195***	0.090**	0.082*	0.044	-0.106**	0.137***	1.000

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

4.2 Analyse multivariées

4.2.1 Résultats des régressions

4.2.1.1 Effet de la distance culturelle sur le ROA

Les résultats présentés dans les tableaux 4.6 à 4.9 montrent que la distance culturelle n'exerce pas d'effet statistiquement significatif sur le ROA aux différents horizons considérés, à l'exception de la dimension d'indulgence, dont l'effet devient négatif et significatif à l'horizon T_3 ($\beta = -0,003$; $t = -2,286$; $p < 0,05$). Ce résultat laisse penser que les différences culturelles influencent la performance comptable de manière graduelle, les effets apparaissant davantage à moyen terme qu'immédiatement après l'acquisition.

À T_0 (tableau 4.6), aucune dimension culturelle n'apparaît significative au seuil de 10 %. Les coefficients estimés demeurent faibles pour l'ensemble des six dimensions (β compris entre $-0,004$ et $+0,003$; $|t| < 1$), suggérant que les différences culturelles ne se reflètent pas immédiatement dans la rentabilité des actifs. Ce constat rejoint la littérature sur les fusions-acquisitions, selon laquelle les effets de l'intégration post-acquisition apparaissent généralement avec un certain décalage dans les états financiers. L'année d'acquisition est davantage caractérisée par l'enregistrement de charges de restructuration et d'ajustements comptables liés à l'opération (Haspeslagh et Jemison, 1991).

Les coefficients associés aux différentes dimensions culturelles demeurent faibles et statistiquement non significatifs, ce qui indique que la distance culturelle n'affecte pas immédiatement la rentabilité des actifs. Ce résultat peut s'expliquer par le fait que la première année post-acquisition est principalement marquée par des coûts de restructuration, des ajustements organisationnels et diverses charges exceptionnelles susceptibles d'atténuer les effets liés à l'intégration culturelle. Dans ce contexte, l'absence de significativité observée à T_0 semble davantage traduire une phase transitoire d'intégration qu'une absence réelle d'influence des différences culturelles sur la performance.

À T_1 et T_2 (tableaux 4.7 et 4.8), aucune des dimensions culturelles n'affiche encore d'effet statistiquement significatif sur le ROA. Les coefficients estimés demeurent de faible amplitude ($|\beta| \leq 0,005$; $|t| < 1,5$), ce qui indique que l'impact des différences culturelles reste difficilement observable un à deux ans après l'acquisition. Ce décalage peut s'expliquer par le temps requis pour harmoniser les structures organisationnelles et les pratiques de gestion entre l'entreprise acquéreuse et la firme cible.

C'est à T_3 (tableau 4.9) qu'un effet statistiquement significatif apparaît pour la première fois. La dimension indulgence présente un coefficient négatif significatif au seuil de 5 % ($\beta = -0,003$; $t = -2,286$; $p < 0,05$), indiquant qu'une augmentation d'une unité de distance culturelle sur la dimension indulgence est associée à une diminution de 0,3 point de pourcentage du ROA trois ans après l'acquisition.

Même si l'ampleur économique de cet effet demeure limitée, le résultat suggère que certaines différences culturelles peuvent affecter progressivement la performance comptable au fil du processus d'intégration. Les écarts liés aux normes sociales et aux comportements organisationnels semblent notamment susceptibles de compliquer la coordination entre les entreprises fusionnées sur le long terme. À l'inverse, les cinq autres dimensions (PDI, IDV, MAS, UAI, LTO) ne présentent aucun effet significatif à cet horizon ($|t| < 1,4$), ce qui indique que cet effet négatif demeure spécifique à la dimension indulgence dans notre échantillon.

Rôle des variables de contrôle

Parmi les variables de contrôle, la taille de l'acquéreur est celle qui présente la relation la plus stable avec le ROA. Son coefficient demeure positif et significatif au seuil de 1 % dans l'ensemble des 24 spécifications, avec une amplitude relativement constante (β compris entre +0,033 et +0,043 ; t compris entre 7,7 et 8,9). Ce résultat confirme la pertinence de son inclusion dans les modèles et rejoint la littérature selon laquelle les grandes entreprises disposent généralement de meilleures économies d'échelle ainsi que de capacités supérieures pour absorber les coûts liés à l'intégration post-acquisition (Moeller et al., 2004).

La valeur de la transaction présente un effet négatif et significatif à T_0 ($\beta = -0,009$; $t = -1,826$; $p < 0,10$) ainsi qu'à T_3 ($\beta = -0,013$; $t = -2,215$; $p < 0,05$), tandis qu'aucun effet significatif n'est observé à T_1 ($|t| < 0,1$) ni à T_2 ($t = -1,491$). Cette évolution peut indiquer que les opérations de grande envergure génèrent des coûts d'intégration plus importants, dont les effets apparaissent dès les premières phases post-acquisition et peuvent également persister à plus long terme, notamment lorsque les synergies attendues se matérialisent plus difficilement que prévu.

La similarité sectorielle présente un effet positif et significatif à T_1 ($\beta = +0,038$; $t = 2,430$; $p < 0,05$), tandis qu'aucun effet significatif n'est observé aux autres horizons. Bien qu'elle approche marginalement le seuil de 10 % à T_3 dans certaines spécifications ($t = 1,767$), son influence demeure globalement limitée dans le temps. Ces résultats suggèrent que les acquisitions intra-sectorielles peuvent favoriser temporairement la rentabilité des actifs,

probablement en raison d'une meilleure compatibilité opérationnelle entre les entreprises concernées.

Le coefficient associé à l'expérience acquisitive est positif et faiblement significatif uniquement à T_3 ($\beta = +0,028$; $t = 1,840$; $p < 0,10$), ce qui suggère qu'une expérience préalable en matière d'acquisitions peut contribuer à améliorer la performance comptable à plus long terme. Ce résultat rejoint les travaux de Halebian et Finkelstein (1999), qui mettent en évidence l'importance de l'apprentissage organisationnel dans les opérations de fusion-acquisition. En revanche, aucun effet significatif n'est observé à T_0 , T_1 et T_2 ($|t| < 1,5$).

La méthode de paiement est positive mais non significative dans l'ensemble des spécifications ROA (β compris entre $+0,000$ et $+0,013$; $|t| < 0,9$ sur tous les horizons), ce qui indique que le mode de financement n'exerce pas d'effet propre sur la rentabilité des actifs une fois les autres déterminants contrôlés. Ce résultat est cohérent avec la faiblesse des corrélations bivariées observées à la section 4.2.

La variable « cible située aux États-Unis » est également non significative dans l'ensemble des spécifications du ROA ($|t| < 1,9$), bien que son coefficient demeure systématiquement positif (β compris entre $+0,007$ et $+0,030$ selon les horizons et les dimensions). Ce résultat indique que les acquisitions de cibles américaines ne présentent pas de performance comptable significativement différente de celle observée pour les acquisitions réalisées dans d'autres pays, une fois la distance culturelle et les autres variables de contrôle intégrées au modèle.

Le pouvoir explicatif des modèles estimés sur le ROA demeure relativement stable d'un horizon à l'autre. Le R^2 varie entre 0,292 (T_0) et 0,330 (T_3) dans la spécification incluant l'indulgence. Cette stabilité indique que l'introduction successive des différentes dimensions culturelles ne modifie pas substantiellement la capacité explicative des modèles. De plus, les variations de R^2 associées à chaque dimension culturelle restent limitées, en cohérence avec le faible niveau de significativité observé pour la majorité des coefficients culturels.

Tableau 4.6 : Résultats des régressions OLS – Variable dépendante : [ROA₀]

Le tableau 4.6 présente les résultats de régression de la relation entre la performance financière des entreprises acquéreuses mesurées à l'année de l'acquisition (ROA₀) et la distance culturelle. (***), (**) et (*) désignent le degré de signification des coefficients à 1%, 5% et 10% respectivement.

Variable dépendante: ROA ₀						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Constante	-0.286*** (-8.602)	-0.274*** (-8.750)	-0.281*** (-8.639)	-0.281*** (-8.765)	-0.291*** (-8.752)	-0.285*** (-8.750)
PDI	0.001 (0.311)					
Expérience	0.018 (1.238)	0.016 (1.086)	0.018 (1.212)	0.017 (1.182)	0.018 (1.237)	0.018 (1.227)
Valeur	-0.009* (-1.826)	-0.010* (-1.924)	-0.009* (-1.833)	-0.010* (-1.883)	-0.009* (-1.819)	-0.009* (-1.824)
Taille	0.041*** (8.916)	0.041*** (8.950)	0.041*** (8.885)	0.041*** (8.907)	0.041*** (8.841)	0.041*** (8.870)
Païement	0.010 (0.475)	0.010 (0.470)	0.010 (0.468)	0.011 (0.494)	0.010 (0.463)	0.010 (0.466)
Secteur	0.014 (0.906)	0.016 (1.053)	0.015 (0.951)	0.015 (0.973)	0.014 (0.920)	0.014 (0.919)
US	0.020 (1.196)	0.009 (0.591)	0.015 (0.954)	0.014 (0.827)	0.024 (1.405)	0.019 (1.149)
IDV		-0.004 (-0.753)				
MAS			-0.001 (-0.279)			
UAI				-0.001 (-0.285)		
LTO					0.003 (0.891)	
IVR						0.000 (0.126)
Observations	498	498	498	498	498	498
Coefficient de détermination (R ²)	0.292	0.294	0.292	0.292	0.293	0.292

Tableau 4.7 : Résultats des régressions OLS – Variable dépendante : [ROA₁]

Le tableau 4.7 présente les résultats de régression de la relation entre la performance financière des entreprises acquéreuses mesurées à l'année de l'acquisition (ROA₁) et la distance culturelle. (***), (**) et (*) désignent le degré de signification des coefficients à 1%, 5% et 10% respectivement.

	Variable dépendante : ROA ₁					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Constante	-0.297*** (-9.962)	-0.292*** (-10.158)	-0.295*** (-10.326)	-0.299*** (-10.031)	-0.302*** (-10.514)	-0.299*** (-10.374)
PDI	0.001 (0.161)					
Expérience	0.021 (1.432)	0.020 (1.352)	0.021 (1.400)	0.022 (1.447)	0.021 (1.424)	0.022 (1.458)
Valeur	0.000 (0.011)	-0.000 (-0.019)	0.000 (0.002)	0.000 (0.032)	0.000 (0.019)	0.000 (0.022)
Taille	0.033*** (7.799)	0.033*** (7.743)	0.033*** (7.720)	0.033*** (7.768)	0.033*** (7.716)	0.033*** (7.739)
Paieement	-0.001 (-0.060)	-0.001 (-0.071)	-0.002 (-0.073)	-0.002 (-0.113)	-0.002 (-0.071)	-0.001 (-0.056)
Secteur	0.038** (2.430)	0.038** (2.423)	0.038** (2.467)	0.037** (2.360)	0.038** (2.436)	0.037** (2.415)
US	0.026 (1.375)	0.021 (1.271)	0.024 (1.533)	0.028 (1.483)	0.030* (1.810)	0.027 (1.642)
IDV		-0.001 (-0.277)				
MAS			0.000 (0.012)			
UAI				0.001 (0.384)		
LTO					0.003 (0.906)	
IVR						0.001 (0.491)
Observations	511	511	511	511	511	511
Coefficient de détermination (R ²)	0.307	0.307	0.307	0.307	0.308	0.307

Tableau 4.8 : Résultats des régressions OLS – Variable dépendante : [ROA₂]

Le tableau 4.8 présente les résultats de régression de la relation entre la performance financière des entreprises acquéreuses mesurées à l'année de l'acquisition (ROA₂) et la distance culturelle. (***), (**) et (*) désignent le degré de signification des coefficients à 1%, 5% et 10% respectivement.

Variable dépendante: ROA ₂						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Constante	-0.281*** (-9.518)	-0.268*** (-9.022)	-0.275*** (-9.492)	-0.281*** (-9.091)	-0.268*** (-9.250)	-0.278*** (-9.538)
PDI	-0.001 (-0.176)					
Expérience	0.017 (1.135)	0.014 (0.940)	0.017 (1.122)	0.017 (1.119)	0.017 (1.120)	0.016 (1.072)
Valeur	-0.009 (-1.491)	-0.009 (-1.541)	-0.008 (-1.480)	-0.009 (-1.491)	-0.008 (-1.467)	-0.009 (-1.494)
Taille	0.038*** (8.599)	0.038*** (8.734)	0.038*** (8.686)	0.038*** (8.607)	0.038*** (8.724)	0.038*** (8.680)
Paielement	0.000 (0.025)	0.001 (0.041)	0.001 (0.066)	0.001 (0.060)	0.001 (0.045)	0.000 (0.013)
Secteur	0.023 (1.447)	0.026 (1.599)	0.024 (1.555)	0.023 (1.443)	0.023 (1.477)	0.024 (1.509)
US	0.024 (1.324)	0.013 (0.767)	0.019 (1.200)	0.024 (1.222)	0.013 (0.810)	0.021 (1.279)
IDV		-0.005 (-1.145)				
MAS			-0.002 (-0.769)			
UAI				-0.001 (-0.159)		
LTO					-0.006 (-1.513)	
IVR						-0.001 (-0.525)
Observations	510	510	510	510	510	510
Coefficient de détermination (R ²)	0.318	0.321	0.320	0.318	0.321	0.319

Tableau 4.9 : Résultats des régressions OLS – Variable dépendante : [ROA₃]

Le tableau 4.9 présente les résultats de régression de la relation entre la performance financière des entreprises acquéreuses mesurées à l'année de l'acquisition (ROA₃) et la distance culturelle. (***), (**) et (*) désignent le degré de signification des coefficients à 1%, 5% et 10% respectivement.

Variable dépendante: ROA ₃						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Constante	-0.301*** (-9.821)	-0.295*** (-9.230)	-0.305*** (-9.933)	-0.303*** (-9.846)	-0.305*** (-9.769)	-0.292*** (-9.794)
PDI	-0.003 (-1.009)					
Expérience	0.028* (1.840)	0.026* (1.689)	0.029* (1.895)	0.028* (1.835)	0.029* (1.892)	0.026* (1.664)
Valeur	-0.013** (-2.215)	-0.013** (-2.238)	-0.013** (-2.122)	-0.013** (-2.193)	-0.013** (-2.142)	-0.013** (-2.291)
Taille	0.043*** (8.424)	0.042*** (8.462)	0.042*** (8.335)	0.042*** (8.371)	0.042*** (8.335)	0.042*** (8.551)
Païement	0.013 (0.658)	0.014 (0.763)	0.014 (0.744)	0.016 (0.823)	0.014 (0.710)	0.012 (0.643)
Secteur	0.027 (1.605)	0.029* (1.706)	0.027 (1.593)	0.028 (1.623)	0.026 (1.524)	0.030* (1.767)
US	0.014 (0.773)	0.011 (0.606)	0.019 (1.072)	0.015 (0.802)	0.019 (1.016)	0.007 (0.413)
IDV		-0.005 (-1.307)				
MAS			-0.002 (-0.700)			
UAI				-0.003 (-0.681)		
LTO					-0.002 (-0.501)	
IVR						-0.003** (-2.286)
Observations	512	512	512	512	512	512
Coefficient de détermination (R ²)	0.322	0.324	0.322	0.322	0.321	0.330

4.2.1.2 Effet de la distance culturelle sur le ROE

Les résultats présentés dans les tableaux 4.10 à 4.13 prolongent en partie les constats obtenus pour le ROA, tout en faisant apparaître certaines particularités propres au ROE. Dans l'ensemble, la distance culturelle n'exerce pas d'effet statistiquement significatif sur le ROE, à l'exception de deux résultats ponctuels observés à T₂ et T₃ (masculinité : $\beta = +0,008$; $t = 1,808$; $p < 0,10$; individualisme : $\beta = -0,009$; $t = -1,720$; $p < 0,10$).

À T₀ et T₁ (tableaux 4.10 et 4.11), aucune des dimensions culturelles ne présente d'effet statistiquement significatif sur le ROE. Les coefficients estimés demeurent faibles (β compris entre $-0,008$ et $+0,008$) et les statistiques t restent limitées ($|t| < 1,4$), ce qui suggère qu'à court terme, les différences culturelles n'influencent pas de manière observable le rendement des capitaux propres.

À T₂ (tableau 4.12), la dimension masculinité présente un coefficient positif et faiblement significatif ($\beta = +0,008^*$; $t = 1,808$). Cet effet n'apparaît qu'à cet horizon, ce qui suggère qu'à moyen terme, les acquisitions réalisées dans des environnements culturellement plus éloignés sur la dimension masculinité peuvent être associées à une légère amélioration du rendement des capitaux propres. Ce résultat pourrait refléter certaines différences liées aux pratiques de gestion, à l'orientation vers la performance ou aux mécanismes de coordination organisationnelle au sein des entreprises acquises.

À T₃ (tableau 4.13), la dimension individualisme présente un coefficient négatif et faiblement significatif ($\beta = -0,009^*$; $t = -1,720$). Les firmes ayant acquis des cibles situées dans des pays caractérisés par un fort écart d'individualisme affichent ainsi une rentabilité des capitaux propres légèrement plus faible trois ans après l'acquisition. Ce résultat est cohérent avec l'idée selon laquelle les différences liées à l'autonomie individuelle et aux modes de coordination collective peuvent compliquer la réalisation des synergies managériales à long terme (Hofstede, Hofstede et Minkov, 2010).

Rôle des variables de contrôle

La taille conserve un effet positif et très significatif sur l'ensemble des horizons ($p < 0,01$), avec des coefficients compris entre $+0,028$ et $+0,035$ (t compris entre 3,6 et 5,2). Ce résultat rejoint celui observé pour le ROA et suggère que la taille de l'acquéreur représente l'un des facteurs les plus stables associés à la performance comptable post-acquisition.

La valeur de la transaction présente un effet négatif et significatif uniquement à T₃ ($\beta = -0,017^{**}$; t compris entre $-2,045$ et $-2,201$ selon les spécifications), ce qui suggère que les

acquisitions de grande taille peuvent affecter la rentabilité des actionnaires à plus long terme. À l'inverse, aucun effet significatif n'est observé aux horizons T_0 , T_1 et T_2 ($|t| < 1,0$). Ce décalage temporel indique que l'impact des grandes transactions semble apparaître plus tardivement sur le ROE que sur le ROA.

La similarité sectorielle présente un effet positif et significatif uniquement à T_1 ($\beta = +0,056^{**}$; $t = 2,313$), ce qui montre une dynamique proche de celle observée pour le ROA, bien que les résultats ne soient pas parfaitement identiques. En revanche, aucun effet significatif n'est observé aux horizons T_0 , T_2 et T_3 ($|t| < 1,1$), ce qui suggère que l'influence de la proximité sectorielle sur le rendement des capitaux propres demeure limitée dans le temps.

L'expérience acquisitive n'est significative dans aucune des spécifications du ROE ($|t| < 1,3$ à tous les horizons). Les coefficients demeurent positifs à T_0 et T_1 ($\beta \approx +0,004$ à $+0,029$), avant de devenir négatifs à T_2 et T_3 ($\beta \approx -0,004$ à $-0,031$). Cette variation de signe entre les horizons de court et de long terme, combinée à l'absence de significativité statistique, suggère que l'expérience acquisitive n'exerce pas d'effet stable sur le rendement des capitaux propres. Ce résultat diffère de celui observé pour le ROA, où un effet positif différé apparaissait à T_3 .

La méthode de paiement présente un coefficient positif dans l'ensemble des spécifications du ROE (β compris entre $+0,017$ et $+0,029$; $|t| < 1,2$ à tous les horizons), sans toutefois atteindre les seuils de significativité statistique. Ce résultat suggère que le mode de financement n'exerce pas d'influence observable sur le rendement des actionnaires une fois les autres variables prises en compte dans le modèle.

La variable « cible située aux États-Unis » n'est significative dans aucune des spécifications du ROE ($|t| < 1,4$). Les coefficients varient selon les horizons et les dimensions culturelles introduites : ils sont principalement positifs à T_2 ($\beta \approx +0,028$ à $+0,037$), tandis qu'à T_3 leur signe devient plus hétérogène (β compris entre $-0,002$ et $+0,028$), sans orientation clairement identifiable. Ces résultats suggèrent que les acquisitions réalisées aux États-Unis ne présentent pas d'effet systématique sur les mesures comptables de rentabilité actionnariale.

Le pouvoir explicatif des modèles estimés sur le ROE est le plus faible des trois indicateurs, avec un R^2 variant entre 0,093 (T_3) et 0,178 (T_1 , spécification (Orientation à long terme (LTO))). Cette capacité explicative plus limitée reste cohérente sur le plan économique, dans la mesure où le rendement des capitaux propres est généralement plus sensible que le ROA à des facteurs financiers spécifiques, notamment la structure du capital, la politique de dividendes et les effets de levier.

Tableau 4.10 Résultats des régressions OLS – Variable dépendante : [ROE₀]

Le tableau 4.10 présente les résultats de régression de la relation entre la performance financière des entreprises acquéreuses mesurées à l'année de l'acquisition (ROE₀) et la distance culturelle. (***), (**) et (*) désignent le degré de signification des coefficients à 1%, 5% et 10% respectivement

Variable dépendante: ROE ₀						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Constante	-0.198*** (-4.059)	-0.186*** (-3.956)	-0.211*** (-4.530)	-0.207*** (-4.352)	-0.213*** (-4.443)	-0.205*** (-4.369)
PDI	-0.003 (-0.737)					
Expérience	0.004 (0.167)	0.001 (0.026)	0.005 (0.229)	0.005 (0.229)	0.005 (0.234)	0.005 (0.211)
Valeur	0.003 (0.416)	0.003 (0.354)	0.004 (0.421)	0.004 (0.435)	0.003 (0.416)	0.004 (0.431)
Taille	0.028*** (3.721)	0.028*** (3.744)	0.028*** (3.664)	0.028*** (3.655)	0.028*** (3.669)	0.028*** (3.665)
Paielement	0.022 (0.709)	0.024 (0.772)	0.023 (0.748)	0.023 (0.738)	0.023 (0.763)	0.023 (0.756)
Secteur	0.026 (1.086)	0.029 (1.205)	0.025 (1.039)	0.025 (1.046)	0.025 (1.056)	0.026 (1.062)
US	0.000 (0.002)	-0.009 (-0.324)	0.013 (0.506)	0.009 (0.324)	0.015 (0.541)	0.008 (0.303)
IDV		-0.008 (-1.374)				
MAS			0.002 (0.489)			
UAI				0.000 (0.053)		
LTO					0.004 (0.576)	
IVR						-0.000 (-0.102)
Observations	474	474	474	474	474	474
Coefficient de détermination (R ²)	0.131	0.134	0.131	0.131	0.131	0.131

Tableau 4.11 : Résultats des régressions OLS – Variable dépendante : [ROE_i]

Le tableau 4.11 présente les résultats de régression de la relation entre la performance financière des entreprises acquéreuses mesurées à l'année de l'acquisition (ROE_i) et la distance culturelle. (***), (**) et (*) désignent le degré de signification des coefficients à 1%, 5% et 10% respectivement.

Variable dépendante: ROE _i						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Constante	-0.278*** (-5.653)	-0.283*** (-5.918)	-0.275*** (-5.965)	-0.277*** (-5.880)	-0.292*** (-6.271)	-0.282*** (-6.059)
PDI	0.001 (0.358)					
Expérience	0.028 (1.237)	0.029 (1.267)	0.028 (1.219)	0.028 (1.217)	0.028 (1.243)	0.029 (1.281)
Valeur	0.005 (0.629)	0.005 (0.680)	0.004 (0.613)	0.005 (0.634)	0.005 (0.627)	0.005 (0.635)
Taille	0.031*** (4.679)	0.031*** (4.633)	0.031*** (4.666)	0.031*** (4.637)	0.031*** (4.600)	0.031*** (4.638)
Païement	0.023 (0.882)	0.022 (0.860)	0.022 (0.859)	0.021 (0.829)	0.022 (0.856)	0.023 (0.902)
Secteur	0.056** (2.313)	0.054** (2.250)	0.056** (2.323)	0.055** (2.305)	0.056** (2.342)	0.055** (2.268)
US	-0.007 (-0.251)	-0.004 (-0.150)	-0.011 (-0.445)	-0.009 (-0.301)	0.004 (0.156)	-0.003 (-0.127)
IDV		0.003 (0.624)				
MAS			0.000 (0.042)			
UAI				0.001 (0.197)		
LTO					0.008 (1.219)	
IVR						0.002 (1.187)
Observations	483	483	483	483	483	483
Coefficient de détermination (R ²)	0.176	0.176	0.175	0.175	0.178	0.177

Tableau 4.12 : Résultats des régressions OLS – Variable dépendante : [ROE₂]

Le tableau 4.12 présente les résultats de régression de la relation entre la performance financière des entreprises acquéreuses mesurées à l'année de l'acquisition (ROE₂) et la distance culturelle. (***), (**) et (*) désignent le degré de signification des coefficients à 1%, 5% et 10% respectivement.

	Variable dépendante: ROE ₂					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Constante	-0.199*** (-4.725)	-0.196*** (-4.677)	-0.206*** (-5.086)	-0.196*** (-4.762)	-0.203*** (-4.992)	-0.199*** (-4.893)
PDI	0.007 (1.510)					
Expérience	-0.004 (-0.192)	-0.003 (-0.148)	-0.006 (-0.264)	-0.004 (-0.197)	-0.006 (-0.271)	-0.002 (-0.106)
Valeur	-0.007 (-0.884)	-0.007 (-0.840)	-0.008 (-0.980)	-0.007 (-0.890)	-0.007 (-0.923)	-0.007 (-0.899)
Taille	0.030*** (4.613)	0.031*** (4.686)	0.031*** (4.792)	0.031*** (4.687)	0.031*** (4.682)	0.031*** (4.694)
Païement	0.024 (0.949)	0.021 (0.820)	0.019 (0.744)	0.017 (0.662)	0.020 (0.795)	0.023 (0.905)
Secteur	0.007 (0.274)	0.005 (0.204)	0.004 (0.163)	0.005 (0.211)	0.008 (0.351)	0.005 (0.213)
US	0.034 (1.330)	0.028 (1.144)	0.037 (1.561)	0.032 (1.192)	0.034 (1.357)	0.033 (1.382)
IDV		0.006 (0.909)				
MAS			0.008* (1.808)			
UAI				0.006 (0.969)		
LTO					0.010 (1.328)	
IVR						0.004 (1.469)
Observations	482	482	482	482	482	482
Coefficient de détermination (R ²)	0.128	0.127	0.135	0.126	0.128	0.132

Tableau 4.13 : Résultats des régressions OLS – Variable dépendante : [ROE₃]

Le tableau 4.13 présente les résultats de régression de la relation entre la performance financière des entreprises acquéreuses mesurées à l'année de l'acquisition (ROE₃) et la distance culturelle. (***), (**) et (*) désignent le degré de signification des coefficients à 1%, 5% et 10% respectivement.

Variable dépendante: ROE ₃						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Constante	-0.176*** (-3.866)	-0.142*** (-2.983)	-0.174*** (-3.686)	-0.168*** (-3.603)	-0.180*** (-3.749)	-0.157*** (-3.504)
PDI	0.002 (0.414)					
Expérience	-0.025 (-0.999)	-0.031 (-1.240)	-0.025 (-1.029)	-0.026 (-1.032)	-0.025 (-1.029)	-0.028 (-1.124)
Valeur	-0.017** (-2.045)	-0.018** (-2.201)	-0.017** (-2.088)	-0.017** (-2.082)	-0.017** (-2.096)	-0.017** (-2.086)
Taille	0.035*** (5.078)	0.035*** (5.189)	0.035*** (5.145)	0.035*** (5.142)	0.035*** (5.166)	0.035*** (5.169)
Paieement	0.029 (1.117)	0.029 (1.123)	0.028 (1.084)	0.029 (1.102)	0.029 (1.108)	0.027 (1.040)
Secteur	0.013 (0.458)	0.019 (0.677)	0.012 (0.447)	0.014 (0.486)	0.013 (0.480)	0.015 (0.559)
US	0.025 (0.860)	-0.002 (-0.066)	0.022 (0.789)	0.017 (0.574)	0.028 (0.935)	0.008 (0.290)
IDV		-0.009* (-1.720)				
MAS			0.001 (0.354)			
UAI				-0.001 (-0.107)		
LTO					0.004 (0.739)	
IVR						-0.002 (-1.137)
Observations	489	489	489	489	489	489
Coefficient de détermination (R ²)	0.093	0.097	0.093	0.093	0.093	0.095

4.2.1.3 Effet de la distance culturelle sur le TQ

Les résultats présentés dans les tableaux 4.14 à 4.17 révèlent une dynamique différente de celle observée pour les indicateurs comptables. Contrairement au ROA et au ROE, la distance culturelle exerce des effets négatifs et significatifs sur le TQ à court et moyen terme, avant de perdre en significativité à long terme. Cette évolution temporelle suggère que les réactions du marché aux différences culturelles se manifestent plus rapidement que leurs effets sur les performances comptables.

À T_0 (tableau 4.14), deux dimensions culturelles apparaissent significatives. La dimension orientation à long terme présente un coefficient négatif et faiblement significatif ($\beta = -0,182^*$; $t = -1,673$), tandis que la dimension indulgence affiche également un effet négatif faiblement significatif ($\beta = -0,047^*$; $t = -1,743$). Ces résultats suggèrent que, dès l'année de l'acquisition, les investisseurs réagissent moins favorablement aux opérations réalisées dans des environnements caractérisés par des écarts culturels importants sur les dimensions liées à l'orientation temporelle et à l'indulgence. Cette réaction peut refléter une anticipation des difficultés d'intégration associées à ces différences culturelles.

À T_1 (tableau 4.15), la dimension masculinité présente un coefficient négatif et significatif au seuil de 5 % ($\beta = -0,082^{**}$; $t = -2,441$). Ce résultat suggère que les acquisitions réalisées dans des pays caractérisés par un fort écart de masculinité sont perçues moins favorablement par le marché un an après l'opération. Cette réaction peut être liée à des difficultés de coordination managériale découlant de différences dans les valeurs associées à la compétition, à l'assertivité ou aux modes d'organisation au sein des entreprises.

À T_2 (tableau 4.16), la dimension orientation à long terme demeure négative et faiblement significative ($\beta = -0,155^*$; $t = -1,654$), tandis que les dimensions masculinité et indulgence perdent leur significativité statistique. Ce résultat indique que la perception défavorable du marché associée aux écarts d'orientation temporelle tend à persister à moyen terme.

À T_3 (tableau 4.17), aucune dimension culturelle ne présente d'effet statistiquement significatif. Ce résultat suggère que les réactions initiales du marché face aux différences culturelles tendent à s'atténuer avec le temps. Une telle évolution peut s'expliquer par un ajustement progressif des anticipations des investisseurs, à mesure que davantage d'informations deviennent disponibles concernant la performance réelle et l'intégration post-acquisition des entreprises concernées.

La différence entre le profil temporel du TQ, marqué par des effets négatifs à court terme qui disparaissent progressivement, et celui des indicateurs comptables, dont les effets apparaissent

plus tardivement, constitue un résultat important de l'analyse. Elle suggère que les investisseurs prennent rapidement en compte les coûts potentiels associés à la distance culturelle après l'acquisition, alors que ces effets mettent davantage de temps à se refléter dans les états financiers des entreprises. Cette évolution rejoint l'idée d'un ajustement relativement rapide de l'information par le marché, conformément à l'hypothèse d'efficience semi-forte des marchés financiers proposée par (Fama, 1970) dans le contexte des acquisitions internationales.

Rôle des variables de contrôle

La taille de l'acquéreur présente un coefficient négatif et significatif uniquement à T_0 ($\beta = -0,462^{***}$; $t = -4,248$), avant de devenir non significative aux horizons suivants (T_1 : $t = -1,551$; T_2 : $t = +0,315$; T_3 : $t = -0,585$). Ce résultat suggère que l'effet de la taille sur le TQ se concentre principalement durant la première année suivant l'acquisition. Cette observation rejoint la littérature selon laquelle les grandes entreprises disposent généralement d'une meilleure performance opérationnelle, mais présentent aussi des perspectives de croissance plus limitées, ce qui peut se traduire par des ratios de valorisation plus faibles à court terme (Dang, Li et Yang, 2018). L'atténuation progressive de cet effet laisse penser que la prime ou la décote associée à la taille est rapidement intégrée par le marché.

La valeur de la transaction est négative et significative à T_2 ($\beta = -0,278^{**}$; t compris entre $-2,177$ et $-2,279$ selon les spécifications) ainsi qu'à T_3 ($\beta = -0,272^{**}$; t compris entre $-2,003$ et $-2,067$), ce qui suggère que les acquisitions de grande taille tendent à être associées à une valorisation boursière plus faible à moyen et long terme. En revanche, aucun effet significatif n'est observé à T_0 et T_1 ($|t| < 1,6$). Cette évolution peut indiquer que les préoccupations liées aux risques d'intégration ou à la réalisation des synergies apparaissent progressivement dans l'évaluation du marché, plutôt que dès l'annonce de l'opération.

La similarité sectorielle est la variable de contrôle qui présente la relation la plus stable avec le TQ, avec des coefficients positifs et fortement significatifs dans l'ensemble des spécifications ($1,735^{***}$ à T_0 , $0,937^{***}$ à T_1 , $1,045^{***}$ à T_2 et $0,872^{**}$ à T_3). Ce résultat suggère que les acquisitions intra-sectorielles sont généralement mieux perçues par le marché, probablement parce que les synergies opérationnelles y apparaissent plus facilement identifiables et potentiellement plus simples à réaliser lorsque l'acquéreur et la cible évoluent dans le même secteur d'activité.

L'expérience acquisitive n'est significative dans aucune des spécifications du TQ ($|t| < 1,5$ à tous les horizons), bien que les coefficients estimés demeurent positifs et de faible amplitude

(β compris entre +0,177 et +0,605). Ce constat rejoint les corrélations bivariées présentées à la section 4.2 et indique que le marché ne semble pas distinguer de manière significative les acquéreurs expérimentés des acquéreurs novices dans ses anticipations de création de valeur future. Cette absence d'effet sur la valorisation boursière subsiste même si l'expérience acquisitive peut contribuer à améliorer certaines performances opérationnelles.

La méthode de paiement présente un coefficient positif dans l'ensemble des spécifications du TQ (β compris entre +0,080 et +0,474 ; $|t| < 0,8$ à tous les horizons), sans toutefois atteindre les seuils de significativité statistique. Ce résultat suggère que l'éventuel signal positif associé au financement en numéraire est probablement intégré rapidement par le marché au moment de l'annonce de l'opération. Par conséquent, cet effet ne semble plus se refléter dans la valorisation observée en fin d'exercice, ce qui rejoint les corrélations bivariées non significatives présentées dans les matrices.

La variable « cible située aux États-Unis », introduite comme variable de contrôle afin de tenir compte de la forte présence des acquisitions américaines dans l'échantillon (60 % des transactions), présente une évolution temporelle intéressante. Son coefficient sur le TQ passe d'un effet non significatif à T_0 ($\beta = -0,539$; $t = -1,092$) à des coefficients négatifs et significatifs à T_1 ($-0,748^*$), T_2 ($-0,999^{**}$) et T_3 ($-1,271^{***}$).

Ces résultats suggèrent que les acquisitions canadiennes réalisées aux États-Unis sont progressivement associées à une valorisation boursière plus faible après l'opération. Cette évolution peut être rapprochée du concept de liability of sameness développé par Zaheer, Schomaker et Nachum (2012), selon lequel une proximité culturelle apparente peut conduire les acquéreurs à sous-estimer certaines différences organisationnelles importantes. Elle peut également refléter une concurrence plus forte pour les cibles américaines, entraînant des primes d'acquisition élevées susceptibles de peser sur la valorisation à long terme, comme le suggère Aktas, de Bodt et Roll (2019).

Le pouvoir explicatif des modèles du TQ est le plus faible parmi les trois indicateurs étudiés. Le R^2 varie entre 0,045 à T_1 et 0,096 à T_0 dans les spécifications incluant l'orientation à long terme ou l'individualisme. Cette capacité explicative relativement limitée demeure cohérente sur le plan économique, puisque la valorisation boursière dépend d'un grand nombre de facteurs d'anticipation difficilement observables, tels que la qualité du management, les dynamiques sectorielles ou encore les conditions générales du marché. Ces éléments introduisent une variabilité généralement plus importante que celle expliquée par les caractéristiques fondamentales des transactions intégrées au modèle.

Tableau 4.14 : Résultats des régressions OLS – Variable dépendante : [TQ₀]

Le tableau 4.14 présente les résultats de régression de la relation entre la performance financière des entreprises acquéreuses mesurées à l'année de l'acquisition (TQ₀) et la distance culturelle. (***), (**) et (*) désignent le degré de signification des coefficients à 1%, 5% et 10% respectivement.

Variable dépendante : TQ ₀						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Constante	4.559*** (7.007)	4.525*** (7.102)	4.905*** (7.740)	4.901*** (7.760)	5.105*** (7.734)	4.980*** (7.831)
PDI	0.049 (0.546)					
Expérience	0.587 (1.402)	0.605 (1.453)	0.559 (1.340)	0.535 (1.281)	0.567 (1.359)	0.520 (1.246)
Valeur	0.053 (0.368)	0.056 (0.391)	0.043 (0.305)	0.037 (0.258)	0.038 (0.271)	0.028 (0.195)
Taille	-0.462*** (-4.248)	-0.460*** (-4.258)	-0.459*** (-4.246)	-0.454*** (-4.180)	-0.450*** (-4.184)	-0.453*** (-4.190)
Paielement	0.455 (0.737)	0.430 (0.696)	0.448 (0.725)	0.474 (0.760)	0.451 (0.730)	0.426 (0.687)
Secteur	1.735*** (4.264)	1.717*** (4.183)	1.794*** (4.342)	1.801*** (4.371)	1.766*** (4.316)	1.815*** (4.399)
US	-0.539 (-1.092)	-0.540 (-1.160)	-0.849* (-1.792)	-0.890* (-1.804)	-1.034** (-1.983)	-0.936** (-1.981)
IDV		0.066 (0.687)				
MAS			-0.059 (-1.142)			
UAI				-0.064 (-0.722)		
LTO					-0.182* (-1.673)	
IVR						-0.047* (-1.743)
Observations	509	509	509	509	509	509
Coefficient de détermination (R ²)	0.094	0.094	0.094	0.094	0.096	0.096

Tableau 4.15 : Résultats des régressions OLS – Variable dépendante : [TQ₁]

Le tableau 4.15 présente les résultats de régression de la relation entre la performance financière des entreprises acquéreuses mesurées à l'année de l'acquisition (TQ₁) et la distance culturelle. (***), (**) et (*) désignent le degré de signification des coefficients à 1%, 5% et 10% respectivement.

Variable dépendante: TQ ₁						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Constante	3.233*** (5.822)	3.148*** (5.792)	3.531*** (6.510)	3.479*** (6.353)	3.552*** (6.418)	3.439*** (6.443)
PDI	0.012 (0.181)					
Expérience	0.331 (0.944)	0.351 (1.007)	0.319 (0.909)	0.292 (0.830)	0.327 (0.934)	0.296 (0.851)
Valeur	-0.174 (-1.492)	-0.168 (-1.460)	-0.176 (-1.511)	-0.184 (-1.591)	-0.174 (-1.497)	-0.187 (-1.604)
Taille	-0.106 (-1.551)	-0.107 (-1.557)	-0.108 (-1.571)	-0.101 (-1.474)	-0.106 (-1.535)	-0.101 (-1.471)
Païement	0.182 (0.386)	0.173 (0.367)	0.198 (0.421)	0.226 (0.475)	0.183 (0.389)	0.169 (0.358)
Secteur	0.937*** (2.715)	0.916*** (2.667)	0.994*** (2.824)	0.993*** (2.841)	0.949*** (2.719)	0.981*** (2.822)
US	-0.498 (-1.257)	-0.435 (-1.170)	-0.748* (-1.957)	-0.758* (-1.844)	-0.771* (-1.868)	-0.693* (-1.833)
IDV		0.043 (0.530)				
MAS			-0.082** (-2.441)			
UAI				-0.073 (-1.066)		
LTO					-0.123 (-1.322)	
IVR						-0.031 (-1.042)
Observations	523	523	523	523	523	523
Coefficient de détermination (R ²)	0.045	0.045	0.049	0.046	0.047	0.047

Tableau 4.16 : Résultats des régressions OLS – Variable dépendante : [TQ₂]

Le tableau 4.16 présente les résultats de régression de la relation entre la performance financière des entreprises acquéreuses mesurées à l'année de l'acquisition (TQ₂) et la distance culturelle. (***), (**) et (*) désignent le degré de signification des coefficients à 1%, 5% et 10% respectivement.

Variable dépendante: TQ ₂						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Constante	2.570*** (5.663)	2.565*** (5.626)	2.719*** (6.372)	2.809*** (5.986)	2.938*** (6.331)	2.739*** (6.391)
PDI	0.005 (0.060)					
Expérience	0.405 (1.246)	0.407 (1.249)	0.400 (1.191)	0.368 (1.106)	0.405 (1.208)	0.376 (1.146)
Valeur	-0.278** (-2.234)	-0.278** (-2.196)	-0.278** (-2.192)	-0.287** (-2.242)	-0.275** (-2.177)	-0.287** (-2.279)
Taille	0.024 (0.315)	0.025 (0.313)	0.022 (0.286)	0.028 (0.354)	0.023 (0.294)	0.027 (0.344)
Païement	0.258 (0.581)	0.255 (0.576)	0.266 (0.602)	0.310 (0.692)	0.263 (0.596)	0.248 (0.560)
Secteur	1.045*** (3.540)	1.043*** (3.475)	1.073*** (3.610)	1.101*** (3.585)	1.054*** (3.573)	1.081*** (3.630)
US	-0.748* (-1.846)	-0.747* (-1.964)	-0.873** (-2.473)	-0.999** (-2.354)	-1.059*** (-2.651)	-0.906** (-2.439)
IDV		0.007 (0.087)				
MAS			-0.043 (-1.036)			
UAI				-0.078 (-1.075)		
LTO					-0.155* (-1.654)	
IVR						-0.028 (-0.833)
Observations	522	522	522	522	522	522
Coefficient de détermination (R ²)	0.055	0.055	0.057	0.057	0.060	0.057

Tableau 4.17 : Résultats des régressions OLS – Variable dépendante : [TQ₃]

Le tableau 4.17 présente les résultats de régression de la relation entre la performance financière des entreprises acquéreuses mesurées à l'année de l'acquisition (TQ₃) et la distance culturelle. (***), (**) et (*) désignent le degré de signification des coefficients à 1%, 5% et 10% respectivement.

Variable dépendante : TQ ₃						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Constante	3.537*** (5.604)	3.315*** (5.258)	3.372*** (5.934)	3.625*** (5.609)	3.707*** (5.980)	3.425*** (5.892)
PDI	0.044 (0.477)					
Expérience	0.197 (0.563)	0.251 (0.719)	0.192 (0.546)	0.186 (0.531)	0.177 (0.506)	0.228 (0.666)
Valeur	-0.272** (-2.003)	-0.261* (-1.918)	-0.282** (-2.067)	-0.276** (-2.007)	-0.277** (-2.030)	-0.266* (-1.958)
Taille	-0.051 (-0.585)	-0.049 (-0.557)	-0.041 (-0.473)	-0.049 (-0.556)	-0.049 (-0.555)	-0.050 (-0.577)
Paielement	0.119 (0.303)	0.090 (0.232)	0.080 (0.206)	0.086 (0.220)	0.100 (0.257)	0.117 (0.299)
Secteur	0.872** (2.523)	0.809** (2.336)	0.832** (2.495)	0.879** (2.492)	0.894*** (2.605)	0.838** (2.453)
US	-1.271*** (-2.646)	-1.113** (-2.425)	-1.163*** (-2.957)	-1.352** (-2.578)	-1.432*** (-3.259)	-1.180*** (-2.780)
IDV		0.124 (0.988)				
MAS			0.092 (1.012)			
UAI				0.020 (0.170)		
LTO					-0.010 (-0.074)	
IVR						0.044 (0.850)
Observations	527	527	527	527	527	527
Coefficient de détermination (R ²)	0.078	0.082	0.083	0.078	0.078	0.082

4.2.2 Synthèse comparative des résultats

L'analyse des résultats permet de faire ressortir trois principaux constats. Premièrement, la distance culturelle ne semble pas exercer d'effet immédiat et généralisé sur la performance post-acquisition, quelle que soit la mesure retenue. La grande majorité des 72 coefficients estimés demeurent non significatifs, ce qui rejoint la littérature empirique mettant en évidence des effets généralement limités et dépendants du contexte (Stahl et Voigt, 2008 ; King et al., 2004). Ces résultats suggèrent que l'influence de la distance culturelle varie selon les situations et les horizons temporels plutôt qu'elle ne constitue un déterminant uniforme de la performance des acquisitions internationales.

Deuxièmement, les effets significatifs apparaissent à la fois spécifiques à certaines dimensions culturelles et différenciés dans le temps. La dimension indulgence illustre particulièrement cette dynamique. Elle affecte négativement le TQ dès T_0 ($\beta = -0,047^*$; $t = -1,743$), ce qui suggère une réaction défavorable immédiate du marché face aux écarts culturels associés à cette dimension. À plus long terme, un effet négatif réapparaît également sur le ROA à T_3 ($\beta = -0,003^{**}$; $t = -2,286$), indiquant que certaines difficultés liées à l'intégration culturelle peuvent progressivement se refléter dans les performances comptables après l'acquisition.

La dimension indulgence est la seule à présenter simultanément une réaction négative du marché à court terme et un effet défavorable ultérieur sur la performance comptable. Cette évolution suggère que les frictions associées à cette dimension culturelle sont rapidement prises en compte par les investisseurs et continuent ensuite d'influencer les résultats financiers après l'acquisition. Ce constat met en évidence l'intérêt de distinguer les différentes dimensions culturelles, certaines produisant des effets plus transitoires alors que d'autres semblent avoir une influence plus durable.

D'autres dimensions présentent également des effets variables selon les indicateurs et les horizons temporels. La masculinité affecte négativement le TQ à T_1 ($\beta = -0,082^{**}$; $t = -2,441$), mais positivement le ROE à T_2 ($\beta = +0,008^*$; $t = 1,808$). De son côté, l'individualisme exerce un effet négatif sur le ROE à T_3 ($\beta = -0,009^*$; $t = -1,720$), tandis que l'orientation à long terme influence négativement le TQ à T_0 et T_2 .

Cette diversité des résultats soutient la pertinence d'une estimation séparée par dimension culturelle. Une approche agrégée aurait probablement atténué ces effets spécifiques et limité la compréhension des mécanismes propres à chaque dimension.

Troisièmement, les résultats mettent en évidence une différence de temporalité entre les mesures de marché et les indicateurs comptables. Le TQ capte des effets négatifs de la distance culturelle à court et moyen terme (T0 à T2), tandis que le ROA et le ROE ne révèlent des effets significatifs qu'à plus long terme (T3). La seule exception concerne l'effet positif observé pour la masculinité sur le ROE à T2 ($\beta = +0,008$; $t = 1,808$; $p < 0,10$).

Cette évolution suggère que les marchés financiers prennent rapidement en compte les risques liés aux différences culturelles, alors que leurs effets opérationnels se manifestent plus progressivement dans les états financiers des entreprises. Ce résultat est cohérent avec l'hypothèse d'efficience semi-forte formulée par Fama (1970) dans le contexte des fusions-acquisitions internationales. Il souligne également l'intérêt de combiner des indicateurs de marché et des indicateurs comptables afin de mieux comprendre les différentes dynamiques de la performance post-acquisition.

Sur le plan des variables de contrôle, la taille de l'acquéreur apparaît comme la variable la plus étroitement liée à la performance comptable (ROA et ROE), tandis que la similarité sectorielle contribue davantage à l'explication du TQ. La variable « cible située aux États-Unis » présente, pour sa part, un effet négatif qui s'accroît progressivement sur la valorisation boursière, ce qui met en évidence l'importance de prendre en compte la proximité institutionnelle entre le Canada et les États-Unis dans l'analyse des effets culturels.

Tableau 4.18 : Synthèse des effets significatifs de la distance culturelle

Le tableau 4.18 présente une synthèse des effets statistiquement significatifs observés entre les différentes dimensions de la distance culturelle et les indicateurs de performance post-acquisition

Dimension	ROA	ROE	TQ	Horizon significatif
Distance hiérarchique (PDI)	Non significative	Non significative	Non significative	T ₀ –T ₃
Individualisme (IDV)	Non significative	Négatif*	Non significative	T ₃
Masculinité (MAS)	Non significative	Positif*	Négatif**	T ₂ /T ₁
Évitement de l’incertitude (UAI)	Non significative	Non significative	Non significative	T ₀ –T ₃
Orientation à long terme (LTO)	Non significative	Non significative	Négatif*	T ₀ –T ₂
Indulgence (IVR)	Négatif**	Non sig.	Négatif*	T ₃ /T ₀

* p < 0,10 ; ** p < 0,05 ; *** p < 0,01.

Les effets sont rapportés à l'horizon auquel ils atteignent le seuil de significativité retenu. « Non significative. » indique l'absence d'effet significatif à tout horizon.

4.2.3 Test de robustesse — Sous-échantillon hors États-Unis

Afin d'évaluer la stabilité des résultats obtenus dans le modèle principal, les modèles ont été réestimés sur un sous-échantillon excluant les cibles domiciliées aux États-Unis. Ce sous-échantillon comprend entre 181 et 209 observations selon les indicateurs et les horizons temporels considérés.

Le Tableau 4.19 présente la synthèse des effets statistiquement significatifs de la distance culturelle observés dans ce sous-échantillon, et le Tableau 4.20 résume le rôle des variables de contrôle. Les résultats du test de robustesse, obtenus à partir de la réestimation du modèle sur le sous-échantillon excluant les cibles américaines, demeurent globalement cohérents avec ceux du modèle principal. Ils confirment plusieurs tendances observées précédemment, tout en faisant apparaître certaines différences importantes concernant le rôle de la distance culturelle. En utilisant le ROA, la distance culturelle demeure non significative aux horizons T₀, T₁ et T₂, conformément aux résultats du modèle principal. La principale différence apparaît à T₃ : dans le modèle initial, la dimension indulgence présentait un effet négatif significatif sur le ROA ($\beta = -0,003$; p < 0,05). Cet effet est confirmé dans le sous-échantillon hors États-Unis et apparaît même légèrement plus marqué, ce qui suggère que l'impact négatif

associé à cette dimension sur la rentabilité des actifs à long terme reste présent même après exclusion des acquisitions américaines.

Par ailleurs, un résultat nouveau apparaît dans ce sous-échantillon : la variable expérience acquisitive exerce un effet positif et significatif sur le ROA à T_0 ($\beta = +0,046$; $p < 0,05$), alors qu'aucun effet significatif n'était observé dans le modèle principal. Ce résultat peut suggérer que l'expérience internationale des acquéreurs devient plus utile lorsque les opérations concernent des pays culturellement plus éloignés du Canada.

Concernant le ROE, les résultats obtenus sur le sous-échantillon hors États-Unis restent globalement cohérents avec ceux du modèle principal, tout en rendant certains effets culturels plus visibles. L'effet positif associé à la masculinité à T_2 , déjà identifié dans le modèle principal ($\beta = +0,008$; $p < 0,10$), apparaît légèrement plus élevé dans le sous-échantillon ($\beta = +0,009$; $p < 0,10$). De même, l'effet négatif de l'individualisme sur le ROE à T_3 demeure inchangé ($\beta = -0,009$; $p < 0,10$), ce qui suggère que les écarts liés à cette dimension continuent d'influencer la rentabilité actionnariale à long terme même après exclusion des acquisitions américaines.

Le sous-échantillon fait également apparaître un résultat supplémentaire à T_2 : la dimension indulgence présente un effet positif faiblement significatif sur le ROE ($\beta = +0,004$; $p < 0,10$), alors qu'aucun effet significatif n'était observé dans le modèle principal. Ce résultat peut indiquer que certaines dimensions culturelles produisent des effets plus visibles dans un contexte caractérisé par une plus grande diversité culturelle des pays cibles.

Concernant le TQ, le sous-échantillon hors États-Unis fait apparaître les différences les plus marquées par rapport au modèle principal. Dans l'estimation initiale, les dimensions orientation à long terme et indulgence exerçaient un effet négatif significatif à T_0 , tandis que la masculinité affectait négativement le TQ à T_1 . Après exclusion des acquisitions américaines, seuls deux effets demeurent significatifs : l'indulgence conserve un effet négatif faiblement significatif à T_0 ($\beta = -0,052$; $p < 0,10$), et la masculinité reste négative et significative à T_1 ($\beta = -0,089$; $p < 0,05$).

En revanche, l'effet négatif associé à l'orientation à long terme à T_0 disparaît dans le sous-échantillon, ce qui laisse penser que ce résultat était en partie lié à la forte présence des acquisitions américaines dans l'échantillon principal. À l'inverse, l'effet négatif de la masculinité à T_1 apparaît légèrement plus marqué que dans le modèle initial ($\beta = -0,089$ contre $-0,082$), ce qui suggère que les écarts culturels liés aux valeurs de compétition et d'assertivité sont perçus par le marché comme un facteur de risque dans les acquisitions internationales à court terme.

Concernant les variables de contrôle, les résultats obtenus sur le sous-échantillon hors États-Unis demeurent largement cohérents avec ceux du modèle principal. La taille de l'acquéreur conserve notamment un effet positif et fortement significatif sur le ROA à tous les horizons temporels (β compris entre +0,037 et +0,044 ; $p < 0,01$). Elle reste également positivement associée au ROE à T_1 ($\beta = +0,029$; $p < 0,05$), T_2 ($\beta = +0,024$; $p < 0,01$) et T_3 ($\beta = +0,036$; $p < 0,01$). À l'inverse, son effet négatif sur le TQ à T_0 demeure présent ($\beta = -0,492$; $p < 0,01$). La taille de la transaction reste associée à une baisse du TQ à T_2 ($\beta = -0,631$; $p < 0,01$) et T_3 ($\beta = -0,703$; $p < 0,01$), ainsi qu'à une diminution faiblement significative du ROE à T_3 ($\beta = -0,020$; $p < 0,10$), prolongeant ainsi la dynamique observée dans le modèle principal. De son côté, la similarité sectorielle conserve une association positive avec le TQ sur l'ensemble des horizons temporels (β compris entre +1,287 et +1,980 ; $p < 0,05$ ou $p < 0,01$), ce qui indique que les acquisitions intra-sectorielles continuent d'être mieux perçues par le marché, même après exclusion des cibles américaines.

Par ailleurs, le mode de paiement reste non significatif sur l'ensemble des indicateurs et des horizons étudiés. Enfin, l'expérience acquisitive présente des effets positifs significatifs sur le ROA à T_0 ($\beta = +0,046$; $p < 0,05$) et sur le ROE à T_1 ($\beta = +0,072$; $p < 0,10$), des résultats plus visibles que dans le modèle principal. Cela peut indiquer que l'expérience internationale des acquéreurs joue un rôle plus important lorsque les acquisitions concernent des environnements culturellement plus diversifiés.

Tableau 4.19 : Synthèse des effets de la distance culturelle

Le tableau 4.19 présente une synthèse des principaux effets de la distance culturelle sur les indicateurs de performance étudiés selon les différents horizons post-acquisition. *, ** et *** indiquent les seuils de significativité statistique de 10 %, 5 % et 1 % respectivement, tandis que n.s. désigne une relation non significative.

Dimension culturelle	ROA (T ₀ –T ₃)	ROE (T ₀ –T ₃)	TQ (T ₀ –T ₃)	Horizon significatif
Distance hiérarchique (PDI)	n.s. / n.s. / n.s. / n.s.	n.s. / n.s. / n.s. / n.s.	n.s. / n.s. / n.s. / n.s.	Aucun effet significatif
Individualisme (IDV)	n.s. / n.s. / n.s. / n.s.	n.s. / n.s. / n.s. / –*	n.s. / n.s. / n.s. / n.s.	ROE négatif à T ₃
Masculinité (MAS)	n.s. / n.s. / n.s. / n.s.	n.s. / n.s. / +* / n.s.	n.s. / –** / n.s. / n.s.	ROE+ à T ₂ / TQ– à T ₁
Évitement de l'incertitude (UAI)	n.s. / n.s. / n.s. / n.s.	n.s. / n.s. / n.s. / n.s.	n.s. / n.s. / n.s. / n.s.	Aucun effet significatif
Orientation à long terme (LTO)	n.s. / n.s. / n.s. / n.s.	n.s. / n.s. / n.s. / n.s.	n.s. / n.s. / n.s. / n.s.	Non sig. (Disparaît hors É.-U.)
Indulgence (IVR)	n.s. / n.s. / n.s. / –**	n.s. / n.s. / +* / n.s.	–* / n.s. / n.s. / n.s.	ROA– à T ₃ / ROE+ à T ₂ / TQ– à T ₀

Tableau 4.20 : Synthèse du rôle des variables de contrôle

Le tableau 4.20 présente une synthèse du rôle des variables de contrôle dans les différents modèles estimés. *, ** et *** indiquent les seuils de significativité statistique de 10 %, 5 % et 1 % respectivement, tandis que n.s. désigne une relation non significative.

Variable de contrôle	ROA	ROE	TQ	Remarque
Taille de l'acquéreur	+*** (T ₀ –T ₃)	+** (T ₁ –T ₃)	–*** (T ₀)	Effet le plus stable — cohérent avec le modèle principal
Taille de la transaction	n.s.	–* (T ₃)	–** à –*** (T ₂ –T ₃)	Effet négatif différé — amplifié hors É.-U.
Expérience acquisitive	+** (T ₀)	+* (T ₁)	n.s.	Plus visible hors É.-U. — rôle protecteur en contexte culturellement distant
Mode de paiement	n.s.	n.s.	n.s.	Non significatif dans les deux échantillons
Similarité sectorielle	n.s.	n.s.	+** à +*** (T ₀ –T ₃)	Relation la plus stable avec TQ — robuste hors É.-U.

4.2.3 Synthèse des résultats du test de robustesse

Le test de robustesse confirme dans l'ensemble les principaux résultats obtenus dans le modèle de base. Même après exclusion des acquisitions américaines, la distance culturelle ne semble pas constituer un déterminant systématique de la performance post-acquisition des acquéreurs canadiens. Plusieurs effets observés dans le modèle principal demeurent présents dans le sous-échantillon, notamment l'effet négatif de l'indulgence sur le ROA à T_3 , celui de l'individualisme sur le ROE à T_3 , ainsi que l'effet négatif de la masculinité sur le TQ à T_1 . Dans certains cas, ces relations apparaissent même légèrement plus marquées, ce qui suggère qu'elles ne dépendent pas uniquement de la forte concentration des transactions vers les États-Unis.

La principale différence concerne l'effet négatif associé à l'orientation à long terme sur le TQ à T_0 , qui disparaît dans le sous-échantillon hors États-Unis. Ce résultat indique que cette relation était partiellement influencée par la présence importante des acquisitions américaines dans l'échantillon principal. Dans l'ensemble, ces tests renforcent la solidité des conclusions du mémoire et répondent directement à la principale limite méthodologique.

Chapitre 5 : Conclusion générale

Ce mémoire avait pour objectif d'analyser l'impact de la distance culturelle sur la performance post-acquisition des fusions-acquisitions transfrontalières impliquant des firmes canadiennes cotées en bourse sur la période 2015–2022. Pour répondre à cet objectif, des modèles de régression OLS en coupe transversale ont été estimés à partir de 542 transactions couvrant 58 pays partenaires, avec des erreurs standards robustes à l'hétéroscédasticité. La distance culturelle a été décomposée selon les six dimensions du modèle de Hofstede et Minkov (2010), distance hiérarchique (PDI), individualisme (IDV), masculinité (MAS), évitement de l'incertitude (UAI), orientation à long terme (LTO) et indulgence (IVR), chacune introduite séparément dans les spécifications de régression afin d'en isoler les effets propres. La performance post-acquisition a été mesurée à l'aide de trois indicateurs complémentaires, le ROA, le ROE et le TQ, sur quatre horizons temporels successifs (T_0 à T_3). Un test de robustesse a par ailleurs été réalisé sur un sous-échantillon excluant les cibles américaines afin d'évaluer la stabilité des résultats face à la forte concentration géographique de l'échantillon principal.

Les résultats obtenus montrent que la distance culturelle n'exerce pas d'effet uniforme et immédiat sur la performance post-acquisition dans le contexte canadien. La majorité des coefficients estimés demeurent non significatifs, ce qui suggère que l'effet de la distance culturelle sur la performance post-acquisition demeure limité et dépend fortement des dimensions culturelles ainsi que des horizons temporels considérés. Cette situation s'explique en partie par la structure géographique de l'échantillon, environ 60 % des transactions concernent des cibles situées aux États-Unis, un pays culturellement proche du Canada, ce qui réduit naturellement la variabilité observée de la distance culturelle. Par ailleurs, les acquéreurs canadiens étudiés, principalement des entreprises cotées et expérimentées, semblent disposer de capacités organisationnelles leur permettant de limiter les frictions culturelles dans leurs opérations internationales.

Certains effets spécifiques apparaissent néanmoins selon les dimensions culturelles et les horizons temporels considérés. Concernant le ROA, un effet négatif significatif est observé uniquement à l'horizon T_3 pour la dimension indulgence (IVR), ce qui suggère que certaines difficultés liées aux différences culturelles se manifestent progressivement dans la performance opérationnelle après plusieurs années. Pour le ROE, les résultats demeurent largement non significatifs, avec deux exceptions ponctuelles : un effet négatif de

l'individualisme à T_3 et un effet positif de la masculinité à T_2 , ce dernier pouvant refléter certains effets favorables à moyen terme dans les pratiques de gestion des entreprises acquises. Le TQ présente quant à lui une dynamique distincte : plusieurs dimensions culturelles, l'orientation à long terme et l'indulgence à T_0 , ainsi que la masculinité à T_1 , exercent des effets négatifs significatifs à court terme, qui disparaissent toutefois complètement à T_3 . Ce profil temporel est cohérent avec l'hypothèse d'efficience semi-forte des marchés financiers formulée par Fama (1970), selon laquelle les investisseurs intègrent rapidement les risques culturels associés aux acquisitions internationales, bien avant que leurs effets ne se reflètent dans les états financiers des entreprises.

L'un des apports centraux de ce mémoire réside précisément dans la mise en évidence de ce découplage temporel entre les indicateurs de marché et les indicateurs comptables. Les réactions défavorables du marché apparaissent dès les premières phases suivant l'acquisition, tandis que les effets opérationnels ne se matérialisent que progressivement à long terme. Ce résultat nuance les conclusions des méta-analyses existantes et souligne l'intérêt de combiner des indicateurs de nature différente pour rendre compte des multiples dimensions de la performance post-acquisition.

Concernant les variables de contrôle, les résultats sont globalement cohérents avec la littérature et stables dans les deux échantillons étudiés. La taille de l'acquéreur est le facteur le plus régulièrement associé à la performance comptable, avec un effet positif fortement significatif sur le ROA et le ROE à l'ensemble des horizons, ce qui suggère que les grandes entreprises disposent de ressources leur permettant de mieux absorber les coûts d'intégration. À l'inverse, la taille de la transaction exerce un effet négatif à moyen et long terme, reflétant les coûts d'intégration plus élevés et les risques de surpaiement liés aux opérations de grande envergure. La similarité sectorielle entretient la relation la plus stable avec le TQ, avec des effets positifs et significatifs sur les quatre horizons dans les deux échantillons, ce qui indique que les acquisitions intra-sectorielles sont généralement mieux valorisées par le marché en raison de synergies perçues comme plus facilement réalisables. Le mode de paiement demeure non significatif dans l'ensemble des spécifications, un résultat probablement lié à la faible proportion de transactions intégralement financées en numéraire. Enfin, la variable associée aux cibles américaines présente une dynamique particulièrement marquée sur le TQ, dont le coefficient devient progressivement négatif jusqu'à atteindre $-1,271$ ($p < 0,01$) à T_3 , un résultat cohérent avec le concept de *liability of sameness* proposé par Zaheer et al. (2012),

selon lequel une proximité culturelle perçue peut conduire les acquéreurs à sous-estimer certaines différences organisationnelles importantes.

Le test de robustesse réalisé sur le sous-échantillon hors États-Unis confirme la stabilité générale des principaux résultats. Les effets significatifs identifiés dans le modèle principal demeurent présents et apparaissent parfois légèrement plus marqués, à l'exception de l'effet de l'orientation à long terme sur le TQ à T_0 , qui disparaît après exclusion des acquisitions américaines, suggérant que cette relation était partiellement influencée par leur forte concentration dans l'échantillon principal.

Cette étude présente néanmoins certaines limites. Les scores culturels de Hofstede reposent sur des données collectées principalement dans les années 1970 et demeurent relativement statiques, ce qui limite leur capacité à refléter l'évolution des cultures nationales sur la période 2015–2022. La forte proportion d'acquisitions américaines dans l'échantillon principal, malgré le test de robustesse réalisé, constitue une seconde limite en réduisant la variabilité observée de la distance culturelle. Enfin, l'absence de variables portant sur les stratégies d'intégration post-acquisition ne permet pas d'identifier précisément les mécanismes organisationnels par lesquels la distance culturelle influence la performance des entreprises acquéreuses. Des recherches futures pourraient remédier à ces limites en intégrant des données plus récentes sur les dimensions culturelles, en élargissant l'analyse à d'autres contextes nationaux d'acquéreurs, ou encore en incorporant des variables modératrices liées à l'expérience interculturelle des dirigeants et aux modalités d'intégration organisationnelle.

Références

- Ahsan, M., Qureshi, M., & Rahman, A. (2024). Cross-border mergers and acquisitions and strategic growth. *Journal of International Business Studies*. Advance online publication.
- Aktas, N., de Bodt, E., & Roll, R. (2013). Learning from repetitive acquisitions : Evidence from the time between deals. *Journal of Financial Economics*, 108(1), 99–117.
- Aybar, B., & Ficici, A. (2009). Cross-border acquisitions and firm value: An analysis of emerging-market multinationals. *Journal of International Business Studies*, 40(8), 1317–1338.
- Baack, D. W., Dow, D., Parente, R., & Bacon, D. R. (2015). Confirmation bias in individual-level perceptions of psychic distance : An experimental investigation. *Journal of International Business Studies*, 46(8), 938–959.
- Berry, H., Guillén, M. F., & Zhou, N. (2010). An institutional approach to cross-national distance. *Journal of International Business Studies*, 41(9), 1460–1480.
- Betton, S., Eckbo, B. E., & Thorburn, K. S. (2008). Corporate takeovers. In B. E. Eckbo (Ed.), *Handbook of empirical corporate finance* (Vol. 2, pp. 291–429). Elsevier.
- Beugelsdijk, S., Kostova, T., Kunst, V. E., Spadafora, E., & van Essen, M. (2018). Cultural distance and firm internationalization: A meta-analytical review and theoretical implications. *Journal of Management*, 44(1), 89–130.
- Bonaime, A., Gulen, H., & Ion, M. (2018). Does policy uncertainty affect mergers and acquisitions? *Journal of Financial Economics*, 129(3), 531–558.
- Brakman, S., Garretsen, H., & Van Marrewijk, C. (2006). Cross-border mergers and acquisitions: The facts as a guide for international economics. *Canadian Journal of Economics*, 39(2), 457–476.
- Brown, S. J., & Warner, J. B. (1985). Using daily stock returns: The case of event studies. *Journal of Financial Economics*, 14(1), 3–31.
- Candra, S., Kertahadi, I., & Musadieuq, M. A. (2021). Mergers and acquisitions : Definitions, motives and classifications. *European Journal of Business and Management Research*, 6(2), 1–5.
- Chand, M., Katou, A., & Bhatt, M. (2023). Cultural distance and post-acquisition performance : The moderating role of integration approach. *International Journal of Human Resource Management*, 34(4), 789–815.
- Chen, F., Liu, Z., & Tian, G. (2022). Cultural distance and cross-border acquisition performance : Evidence from Chinese acquirers. *Journal of International Business Studies*, 53(2), 283–310.
- Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1994). A simple approximation of Tobin's q. *Financial Management*, 23(3), 70–74.
- Colombo, G., Conca, V., Buongiorno, M., & Gnan, L. (2007). Integrating cross-border acquisitions : A process-based approach. *Long Range Planning*, 40(2), 202–222.
- Dang, C., Li, Z. F., & Yang, C. (2018). Measuring firm size in empirical corporate finance. *Journal of Banking & Finance*, 86, 159–176.
- DePamphilis, D. (2023). *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities* (12th ed.). Academic Press.

- Devos, E., Kadapakkam, P. R., & Krishnamurthy, S. (2009). How do mergers create value ? A comparison of taxes, market power, and efficiency improvements. *Review of Financial Studies*, 22(3), 1179–1211.
- Dikova, D., & Sahib, P. R. (2013). Is cultural distance a bane or a boon for cross-border acquisition performance ? *Journal of World Business*, 48(1), 77–86.
- Dikova, D., Sahib, P. R., & van Witteloostuijn, A. (2010). Cross-border acquisition abandonment and completion: The effect of institutional differences and organizational learning. *Journal of International Business Studies*, 41(2), 223–245.
- Ding, Y., Ge, J., & Chen, X. (2024). Cultural distance and innovation performance in cross-border acquisitions: Evidence from Chinese firms. *International Business Review*, 33(1), 102–118.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25(2), 383–417.
- García-Nieto, J., Bergé, E., & Rivero, M. (2024). Strategic motives in cross-border acquisitions: A typology. *Global Strategy Journal*, 14(1), 55–78.
- Gaughan, P. A. (2018). *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings* (7th ed.). Wiley.
- Ghaury, P., & Buckley, P. J. (2003). International mergers and acquisitions : Past, present and future. *Advances in Mergers and Acquisitions*, 2, 207–229.
- Gouvernement du Canada. (2023). *Rapport annuel sur la Loi sur Investissement Canada*. Gouvernement du Canada.
- Hajiyevev, N., Pirgulyev, N., & Mammadov, M. (2024). Cross-border M&A classification frameworks: Recent evidence. *Journal of Business Research*, 172, 114–128.
- Haleblian, J., & Finkelstein, S. (1999). The influence of organizational acquisition experience on acquisition performance : A behavioral learning perspective. *Administrative Science Quarterly*, 44(1), 29–56.
- Haleblian, J., Devers, C. E., McNamara, G., Carpenter, M. A., & Davison, R. B. (2009). Taking stock of what we know about mergers and acquisitions : A review and research agenda. *Journal of Management*, 35(3), 469–502.
- Håkanson, L., & Ambos, B. (2010). The antecedents of psychic distance. *Journal of International Management*, 16(3), 195–210.
- Haspeslagh, P., & Jemison, D. B. (1991). *Managing acquisitions : Creating value through corporate renewal*. Free Press.
- Healy, P. M., Palepu, K. G., & Ruback, R. S. (1992). Does corporate performance improve after mergers ? *Journal of Financial Economics*, 31(2), 135–175.
- Hofstede, G. (1980). *Culture's consequences: International differences in work-related values*. Sage Publications.
- Hofstede, G., Hofstede, G. J., & Minkov, M. (2010). *Cultures and organizations: Software of the mind* (3rd ed.). McGraw-Hill.
- Hofstede, G., & Minkov, M. (2011). Dimensionalizing cultures : The Hofstede model in context. *Online Readings in Psychology and Culture*, 2(1).
- Hopkins, H. D. (1999). Cross-border mergers and acquisitions : Global and regional perspectives. *Journal of International Management*, 5(3), 207–239.

- House, R. J., Hanges, P. J., Javidan, M., Dorfman, P. W., & Gupta, V. (Eds.). (2004). *Culture, leadership, and organizations: The GLOBE study of 62 societies*. Sage Publications.
- Huikku, J., Karjalainen, J., & Seppälä, T. (2025). Pre-acquisition due diligence and post-acquisition integration: A typology of cross-border M&A. *European Management Journal*, 43(1), 12–26.
- Irwin, J. (2025). Strategic acquisitions and market entry : Typologies and performance. *Strategic Management Review*, 6(1), 44–67.
- Jung, H. (2022). Technological similarity and post-acquisition innovation performance. *Research Policy*, 51(4), 104–119.
- King, D. R., Dalton, D. R., Daily, C. M., & Covin, J. G. (2004). Meta-analyses of post-acquisition performance : Indications of unidentified moderators. *Strategic Management Journal*, 25(2), 187–200.
- Kogut, B., & Singh, H. (1988). The effect of national culture on the choice of entry mode. *Journal of International Business Studies*, 19(3), 411–432.
- Lang, L. H. P., & Stulz, R. M. (1994). Tobin's q, corporate diversification, and firm performance. *Journal of Political Economy*, 102(6), 1248–1280.
- Li, Q., & Liu, X. (2021). Cultural distance and cross-border M&A performance : A meta-analytic review. *Journal of International Management*, 27(3), 100–118.
- Martynova, M., & Renneboog, L. (2008). A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand ? *Journal of Banking & Finance*, 32(10), 2148–2177.
- Moeller, S. B., & Schlingemann, F. P. (2005). Global diversification and bidder gains : A comparison between cross-border and domestic acquisitions. *Journal of Banking & Finance*, 29(3), 533–564.
- Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., & Stulz, R. M. (2004). Firm size and the gains from acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 73(2), 201–228.
- Morosini, P., Shane, S., & Singh, H. (1998). National cultural distance and cross-border acquisition performance. *Journal of International Business Studies*, 29(1), 137–158.
- Moura, S. T. G., Falaster, C., & Silva-Rêgo, B. (2023). Cultural distance and post-acquisition performance : The role of absorptive capacity. *International Journal of Emerging Markets*, 18(12), 6322–6342.
- Özgür, G., & Wirl, F. (2020). Canada–US cross-border mergers and acquisitions : Patterns and determinants. *North American Journal of Economics and Finance*, 54, 101–115.
- Poderienė, V., & Darskuvienė, V. (2025). Post-acquisition integration and value creation: A systematic review. *Baltic Journal of Management*, 20(1), 1–22.
- Reus, T. H., & Lamont, B. T. (2009). The double-edged sword of cultural distance in international acquisitions. *Journal of International Business Studies*, 40(8), 1298–1316.
- Richard, P. J., Devinney, T. M., Yip, G. S., & Johnson, G. (2009). Measuring organizational performance : Towards methodological best practice. *Journal of Management*, 35(3), 718–804.
- Roll, R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of Business*, 59(2), 197–216.

- Shenkar, O. (2001). Cultural distance revisited: Towards a more rigorous conceptualization and measurement of cultural differences. *Journal of International Business Studies*, 32(3), 519–535.
- Shijaku, G., Lou, Y., & Bauer, F. (2025). Industry relatedness and acquisition performance. *Journal of Corporate Finance*, 80, 102–119.
- Slangen, A. H. L. (2006). National cultural distance and initial foreign acquisition performance : The moderating effect of integration. *Journal of World Business*, 41(2), 161–170.
- Stahl, G. K., Larsson, R., Kremershof, I., & Sitkin, S. B. (2021). Trust dynamics in acquisitions : A case survey. *Human Resource Management*, 50(4), 575–603.
- Stahl, G. K., & Voigt, A. (2008). Do cultural differences matter in mergers and acquisitions ? A tentative model and examination. *Organization Science*, 19(1), 160–176.
- Statistique Canada. (2024). *Investissement direct étranger et activités de fusion-acquisition au Canada*. Gouvernement du Canada.
- Sun, S. L., Peng, M. W., & Tan, W. (2021). Cross-border mergers and acquisitions and corporate internationalization strategy. *Journal of World Business*, 56(2), 101–119.
- Travlos, N. G. (1987). Corporate takeover bids, methods of payment, and bidding firms' stock returns. *Journal of Finance*, 42(4), 943–963.
- UNCTAD. (2001). *World Investment Report 2001 : Promoting linkages*. United Nations Conference on Trade and Development.
- UNCTAD. (2008). *World Investment Report 2008 : Transnational corporations and the infrastructure challenge*. United Nations Conference on Trade and Development.
- UNCTAD. (2010). *World Investment Report 2010 : Investing in a low-carbon economy*. United Nations Conference on Trade and Development.
- UNCTAD. (2016). *World Investment Report 2016 : Investor nationality — Policy challenges*. United Nations Conference on Trade and Development.
- UNCTAD. (2021). *World Investment Report 2021 : Investing in sustainable recovery*. United Nations Conference on Trade and Development.
- UNCTAD. (2022). *World Investment Report 2022 : International tax reforms and sustainable investment*. United Nations Conference on Trade and Development.
- UNCTAD. (2023). *World Investment Report 2023 : Investing in sustainable energy for all*. United Nations Conference on Trade and Development.
- UNCTAD. (2024). *World Investment Report 2024 : Investment facilitation and digital government*. United Nations Conference on Trade and Development.
- UNCTAD. (2025). *World Investment Report 2025*. United Nations Conference on Trade and Development.
- Wooldridge, J. M. (2010). *Econometric analysis of cross section and panel data* (2nd ed.). MIT Press.
- Wójcik, D., Knight, E., & Pažitka, V. (2022). What turns cities into international financial centres ? Analysis of cross-border investment banking 2000–2014. *Journal of International Business Studies*, 49(6), 788–810.

- Zaheer, S., Schomaker, M. S., & Nachum, L. (2012). Distance without direction : Restoring credibility to a much-loved construct. *Journal of International Business Studies*, 43(1), 18–27.
- Zhang, X., & Thippayana, P. (2022). Cultural distance and M&A performance : Moderating role of institutional distance. *International Business Review*, 31(3), 101–118.
- Zhu, H., & Huang, P. (2017). Cultural distance and firm performance in cross-border acquisitions. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 46, 45–60.
- Zollo, M., & Meier, D. (2008). What is M&A performance ? *Academy of Management Perspectives*, 22(3), 55–77.