



**HAL**  
open science

# Motivations et efficacité des offres publiques d'achat et d'échange en France de 1970 à 1990

Jérôme Caby

► **To cite this version:**

Jérôme Caby. Motivations et efficacité des offres publiques d'achat et d'échange en France de 1970 à 1990. Gestion et management. Université Nancy 2, 1994. Français. NNT: 1994NAN22001 . tel-01775381

**HAL Id: tel-01775381**

**<https://hal.univ-lorraine.fr/tel-01775381v1>**

Submitted on 24 Apr 2018

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



## AVERTISSEMENT

Ce document est le fruit d'un long travail approuvé par le jury de soutenance et mis à disposition de l'ensemble de la communauté universitaire élargie.

Il est soumis à la propriété intellectuelle de l'auteur. Ceci implique une obligation de citation et de référencement lors de l'utilisation de ce document.

D'autre part, toute contrefaçon, plagiat, reproduction illicite encourt une poursuite pénale.

Contact : [ddoc-theses-contact@univ-lorraine.fr](mailto:ddoc-theses-contact@univ-lorraine.fr)

## LIENS

Code de la Propriété Intellectuelle. articles L 122. 4

Code de la Propriété Intellectuelle. articles L 335.2- L 335.10

[http://www.cfcopies.com/V2/leg/leg\\_droi.php](http://www.cfcopies.com/V2/leg/leg_droi.php)

<http://www.culture.gouv.fr/culture/infos-pratiques/droits/protection.htm>



TH1 / 1994-CAB

UNIVERSITE DE NANCY II  
FACULTE DE DROIT, SCIENCES ECONOMIQUES ET GESTION

INSTITUT D'ADMINISTRATION DES ENTREPRISES

CENTRE REGIONAL DE  
DOCUMENTATION EN GESTION  
Groupe I C N  
Tél. 83.39.64.11

**MOTIVATIONS ET EFFICACITE DES OFFRES PUBLIQUES  
D'ACHAT ET D'ECHANGE EN FRANCE  
DE 1970 à 1990**

Thèse présentée et soutenue en vue du  
Doctorat Nouveau Régime ès Sciences de gestion  
le 5 Janvier 1994  
par Jérôme CABY

TOME I

CENTRE REGIONAL DE  
DOCUMENTATION EN GESTION  
Groupe I C N  
Tél. 83.39.64.11

**JURY**

**Directeur de recherche**

Monsieur José ALLOUCHE  
Professeur à l'IAE de Nancy  
Université de NANCY II

**Rapporteurs**

Monsieur Bernard COLASSE  
Professeur à l'Université de  
PARIS IX - DAUPHINE

Monsieur Alain DESREUMAUX  
Professeur à l'IAE de LILLE  
Université de LILLE II

**Suffragants**

Monsieur Alain BIENAYME  
Professeur à l'Université de  
PARIS IX - DAUPHINE

Monsieur Gérard HIRIGOYEN  
Professeur à l'IAE de Bordeaux  
Université de BORDEAUX I

Monsieur Dominique JACQUET  
Professeur à l'IAE de Nancy  
Université de NANCY II

Monsieur Michel KALIKA  
Professeur à l'IAE de Poitiers  
Université de POITIERS

**Invité**

Monsieur Constantin PAPADIMITRIOU  
Administrateur de sociétés  
Groupe J. GOLDSMITH





**MOTIVATIONS ET EFFICACITE DES OFFRES  
PUBLIQUES D'ACHAT ET D'ECHANGE  
EN FRANCE DE 1970 à 1990**

*L'Université n'entend donner ni approbation, ni improbation aux opinions émises dans la thèse, ces opinions devant être considérées comme propres à leur auteur.*

## **RESUME\***

La thèse est consacrée à l'étude des motifs et de l'efficacité des OPA/E en France de 1970 à 1990 et se situe à l'interface de deux domaines : la stratégie et la finance. Elle comprend trois parties :

— la recension des connaissances sur le sujet dont il ressort une faiblesse de la recherche française ;

— la présentation de la démarche et des choix méthodologiques. L'ensemble de la recherche s'inscrit dans le cadre d'un processus inductif et exploratoire cohérent avec une problématique complexe de la décision stratégique d'offre publique.

— les résultats de la recherche sont scindés en deux parties : les motivations et l'efficacité des OPA. L'analyse des motivations (pré-OPA) distingue les motivations explicites (232 opérations analysées) et implicites (140 entreprises analysées) et met en évidence la cohérence des motivations ainsi que le rôle instrumental des OPA pour la mise en œuvre de la stratégie des entreprises. L'analyse de l'efficacité (post-OPA) conclut à une absence d'efficacité des OPA pour des raisons essentiellement liées au processus d'intégration.

## **ABSTRACT\***

The thesis is devoted to the study of takeovers' motives and effectiveness in France between 1970 and 1990, and, is at the meeting point of the research fields of strategy and finance. It contains three main parts :

— the state of the art on the subject wich stresses the weakness of french research ;

— the presentation of processes and methodological choices. The research comes within the scope of an empirical, inductive and exploratory process consistent with a strategic decision-making problematics.

— the empirical study results are divided in two parts : motives and effectiveness. The analysis of motives distinguishes explicit motives (232 takeovers) and implicit motives (140 companies), it underscores the motives consistency and the instrumental function of takeovers for strategy. The analysis of effectiveness concludes that takeovers lack of effectiveness can be explained by integration process problems.

## **MOTS CLES**

Stratégie, finance, marché financier, théorie de l'efficience, théorie de l'agence, théorie du free cash flow, décision stratégique, complexité, performances, efficacité, motivations, motivations explicites, motivations implicites, OPA, OPE, environnement, actionnaires, entreprises françaises, croissance externe, analyse lexicale.

## **KEY-WORDS**

Strategy, finance, financial market, efficiency theory, agency theory, free cash flow theory, strategic decision, complexity, performance, effectiveness, motives, explicit motives, implicit motives, takeover, environment, stockholder, french companies, external growth, lexical analysis.

---

\* Pour une vision globale de la thèse mais plus détaillée, on peut aussi se reporter à une présentation synoptique (page 375) qui comprend un résumé de chacun des chapitres.



# S O M M A I R E

	pages
<b><u>TOME I</u></b>	
<b>REMERCIEMENTS</b> .....	7
<b>INTRODUCTION GENERALE • LES OFFRES PUBLIQUES D'ACHAT ET D'ECHANGE : JUSTIFICATION CONCEPTUELLE ET PRESENTATION GENERALE DE LA PROBLEMATIQUE</b> .....	9
<b>PREMIERE PARTIE • LES OFFRES PUBLIQUES D'ACHAT ET D'ECHANGE : UN CHAMP D'ANALYSE ABONDANT ET VARIE</b> .....	40
• 1.1. Les mouvements stratégiques de la croissance externe française de 1959 à 1988 : une pluralité de motifs dont la validation empirique souligne l'efficacité.....	42
• 1.2. Les offres publiques : l'observation statistique et la pluralité des référents théoriques nourrissent une controverse sur leur efficacité potentielle .....	78
• 1.3. Motivations et d'efficacité des offres publiques : la multiplicité des validations empiriques.....	112
<b>DEUXIEME PARTIE • LA DEMARCHE ET LES CHOIX METHODOLOGIQUES : UNE TENTATIVE DE COHERENCE ET D'EFFICACITE</b> .....	144
• 2.1. La formulation de la démarche et le jeu d'hypothèses.....	146
• 2.2. La constitution des échantillons se caractérise par la recherche d'une représentativité maximale.....	155
• 2.3. Les variables utilisées : des réponses aux exigences de la démarche adoptée contrariées par l'insuffisance de l'information historique en France .....	170
• 2.4. Les outils statistiques : une variété de traitements adaptés à la nature des données et des échantillons .....	189
<b>TROISIEME PARTIE • UNE VISION APPROFONDIE DU CAS FRANÇAIS DE 1970 à 1990</b> .....	210
• 3.1. Les motivations explicites des offres publiques en France de 1970 à 1990... ..	212
• 3.2. Les motivations et les raisons implicites des offres publiques en France de 1970 à 1990.....	246
• 3.3. Les stratégies implicites des offres publiques en France de 1970 à 1990 .....	296
• 3.4. L'efficacité des offres publiques en France de 1970 à 1990 .....	296
<b>CONCLUSION GENERALE</b> .....	322
<b>BIBLIOGRAPHIE</b> .....	330
<b>INDEX DES TABLEAUX</b> .....	368
<b>PRESENTATION SYNOPTIQUE DE LA THESE</b> .....	375
<b>TABLE DES MATIERES DETAILLEE</b> .....	381
<b><u>TOME II : ANNEXES</u></b>	



## REMERCIEMENTS

Les remerciements sont un exercice à la fois périlleux, "... quelqu'un n'a-t'il pas été oublié...?", et agréable, leur rédaction intervient à l'issue d'un travail passionnant mais de longue haleine et ils sont l'expression d'une réelle gratitude à l'égard des nombreuses personnes qui m'ont soutenu sans en être nécessairement conscientes.

Mes remerciements s'adressent, en premier lieu, aux Professeurs qui, par leurs conseils avisés, leur aide, leur capacité d'écoute, m'ont permis de mener à bien cette thèse et ont su me transmettre le "virus" de l'enseignement et de la recherche.

Je tiens à exprimer ici ma profonde gratitude envers le Professeur José ALLOUCHE. Alors qu'à la sortie du DEA de Sciences de Gestion je m'adressais à lui pour évoquer mon avenir et les doutes qui me taraudaient, il a su me conseiller sans chercher à me convaincre, ou de façon discrète, et me présenter honnêtement les avantages et inconvénients respectifs du travail de thèse et de l'entrée dans le secteur privé. Par la suite, je n'ai eu que des raisons de me féliciter de ce choix, et, il n'y est certainement pas étranger. Son soutien ne m'a jamais fait défaut qu'il s'agisse de me conseiller, de corriger mes erreurs ou de m'apporter une aide précieuse. En outre, il a su me diriger, parfois au terme de débats de longue durée, tout en préservant mon indépendance. Pour tout cela et pour bien d'autres choses encore, cette thèse lui appartient aussi.

Ma reconnaissance s'adresse tout particulièrement au Professeur Gérard HIRIGOYEN qui m'a tout d'abord fait l'honneur de discuter mon projet de thèse lors du Tutorat collectif des I.A.E. en Juin 1991, puis, m'a constamment encouragé et conseillé en n'hésitant pas à consacrer du temps aux commentaires de mes travaux. Avec le Professeur Alain COURET, il m'a aussi permis de participer à la rédaction d'un "Que sais-je ?" sur les OPA et je trouve ici l'occasion de les en remercier.

Je formule mes plus vifs et plus sincères remerciements au Professeur Jacques THEVENOT. Il m'a accueilli au sein de l'Institut Commercial de Nancy depuis plusieurs années et m'a permis de mener à bien cette recherche, non seulement en m'assurant une activité, mais aussi en sachant aménager ma charge de travail et répondre à mes multiples sollicitations logistiques. Au sein de cet Institut, je remercie tout particulièrement le Professeur Odile FOUCAUT et mes collègues des départements Finance et Environnement de l'Entreprise pour leur soutien. D'autre part, je voudrais souligner l'importance de l'étroite collaboration avec Jacky Kœhl dont les conseils, les encouragements, la disponibilité et l'amitié m'ont enrichi durant ces dernières années.

Ma reconnaissance s'adresse ensuite aux Professeurs Pierre BARDELLI et Dominique JACQUET pour leurs conseils et pour l'honneur qu'ils m'ont fait de m'accueillir dans leurs groupes de recherche respectifs en stratégie et en finance.



Je tiens à remercier les Professeurs Bernard COLASSE et Alain DESREUMAUX, comme rapporteurs, les Professeurs Alain BIENAYME et Michel KALIKA, en tant que suffragants, ainsi que Monsieur Constantin PAPADIMITRIOU, en tant qu'invité, de me faire l'honneur et le plaisir de participer au jury de ce travail doctoral en dépit de leurs nombreuses charges respectives.

Les réunions de l'équipe de recherche ERESTRATE m'ont permis de participer à un processus commun de réflexion très enrichissant et de nouer des relations amicales avec nombre de ses membres : Amédée, Catherine, Géraldine, Jérôme, Sandrine, Serge, Thierry, Yanne, ...

L'analyse statistique doit beaucoup à la patience, la disponibilité et la compétence d'Annick FAUCOURT du Centre Interrégional d'Informatique de Lorraine (C.I.R.I.L.). La recherche documentaire a été facilitée par l'aide précieuse que m'ont apportée le Centre Régional de Documentation en Gestion à Nancy, et la Bibliothèque de la Commission Européenne à Luxembourg.

Je remercie Aline ARTHAUD d'avoir assuré la frappe de cette thèse avec compréhension, patience et efficacité.

Je renouvelle mon amitié à tous ceux qui m'ont toujours témoigné leur soutien et leur affection, parfois leur ironie quant à une date de soutenance toujours repoussée : Agnès (x2), Alain, Alexandre, Brigitte, Carole, Christine, Didier (x2), Emmanuelle (x2), Frédéric, Gilles, Henri, Isabelle, Jean-Marc, Jean-Louis, Laurence (x2), Louis, Manuel, Pascale, Rika, Thierry, Valérie, et Jérôme qui nous a malheureusement quittés, en espérant que les oubliés me pardonneront.

J'adresse mes plus affectueux remerciements à ma famille et tout particulièrement à mes parents dont le soutien ne m'a jamais fait défaut et dont les conseils se sont souvent avérés pertinents.

Je renouvelle mon affection à Marie-Pierre qui, ces dernières années, a dû supporter des soirées tronquées, des week-end et des vacances écourtées, et, su respecter les impératifs liés à cette thèse y compris mes humeurs variables et mes nuits d'insomnie.

## INTRODUCTION GENERALE

### **LES OFFRES PUBLIQUES D'ACHAT ET D'ECHANGE JUSTIFICATION CONCEPTUELLE ET PRESENTATION GENERALE DE LA PROBLEMATIQUE**

Le récit des offres publiques d'achat et d'échange ou OPA<sup>(1)</sup> a rencontré un tel succès auprès du public non initié aux méandres des mécanismes boursiers que le terme d'OPA est utilisé pour qualifier des opérations étrangères à son domaine d'application initial<sup>(2)</sup>. On peut citer, au nombre de ces opérations retentissantes : les OPA concurrentes de SCHNEIDER et de FRAMATOME sur la TELEMECANIQUE en 1988 ou l'OPA hostile de PARIBAS sur la NAVIGATION MIXTE en 1989. Aujourd'hui, en dépit d'une actualité moins brûlante de récentes opérations telles les OPA de la Famille AGNELLI et BSN sur EXOR (PERRIER) en 1992 ou les OPA concurrentes de GEHE (Allemagne) et de la Coopération Pharmaceutique Française sur l'OCP (premier répartiteur pharmaceutique français) en 1993, rappellent à tout un chacun leur pouvoir restructurant sur le tissu économique français.

**L'intérêt suscité par les OPA correspond à une vague de fusions et acquisitions de dimension internationale pendant la deuxième moitié des années 80.**

Le montant déflaté (base 1982) des transactions de fusions-acquisitions aux Etats-Unis est passé de 53,8 milliards de dollars américains (USD) en 1982 à 203,5 milliards de USD en 1988<sup>(3)</sup>. F. BAVAY et D. BEAU (1989) ont constaté sur la base d'un échantillon de 5 228 entreprises françaises une augmentation du ratio croissance externe/investissements productifs de 17,06 % à 40,17 % pour la même période, ce qui rend compte du parallélisme avec le mouvement américain.

---

(1) Le terme d'OPA, bien qu'il ne désigne précisément qu'une catégorie particulière des offres publiques se caractérisant par un paiement monétaire des actions de l'entreprise cible, est utilisé par extension pour décrire l'ensemble des opérations d'offre publique (OPA, OPE et OPA/OPE).

(2) Le terme d'OPA, au sens large, désigne aujourd'hui la volonté d'atteindre un objectif avec ou sans l'accord de personnes concernées au premier chef.

(3) Source : J.F. WESTON, K.S. CHUNG, S.E. HOAG (1990) / W.T. GRIMM & Co, Mergerstet review, 1988. Ces données ne reprennent que les transactions supérieures à 500 000 USD.

L'explosion de la croissance externe a parfois pris la forme des OPA mais dans des proportions beaucoup moins marquées en France qu'aux Etats-Unis<sup>(4)</sup> comme l'indique le tableau n° 1.

TABLEAU n° 1 : LES OPA EN FRANCE ET AUX ETATS-UNIS EN NOMBRE D'OPERATIONS DE 1979 À 1988

	FRANCE	ETATS-UNIS
1979	10	248
1980	15	173
1981	8	168
1982	6	180
1983	8	190
1984	5	211
1985	9	336
1986	13	386
1987	17	286
1988	32	464
<b>TOTAL</b>	<b>123</b>	<b>2642</b>

Sources :

- pour les USA : J.F. WESTON, K.S. CHUNG, S.E. HOAG (1990)/W.T. GRIMM & Co, Mergerstat Review 1988.

- Pour la France : H. KRIFA (1990) d'après les années boursières de 1979 à 1987 et les statistiques annuelles des bourses françaises de valeur 1988.

En France, en dépit d'un ralentissement constaté depuis 1991, imputable à la crise économique, les opérations de croissance externe concernant au moins un partenaire français (acheteur et/ou vendeur) se montent à 377,6 milliards de FRF en 1992 pour 1346 opérations<sup>(5)</sup> et les OPA à 57 opérations. La "fièvre" des concentrations est retombée et les rachats font désormais l'objet de beaucoup plus d'attention dans le respect de la stratégie des groupes concernés.

---

(4) Le marché boursier est beaucoup plus restreint en France qu'aux Etats-Unis, d'une part, et, d'autre part, leurs poids économiques sont très différents.

(5) La baisse constatée en valeur de 1990 à 1991 est de 25% et de 1991 à 1992 de 8% (source : OPTION FINANCE n° 242, Janvier 1993/PF Publications).

Comme le soulignent A. COURET et G. HIRIGOYEN (1992), “*le mouvement de la concentration par OPA est souvent présenté dans sa seule dimension financière voire spéculative. En fait, la plupart des opérations de croissance externe de ces dernières années se trouvent justifiées par un objectif économique : élimination d’un concurrent ou intégration horizontale ; absorption d’un client ou d’un fournisseur (intégration verticale) ; élargissement du réseau commercial, acquisitions d’activités plus rentables ; recherche de synergie ; accès à des technologies nouvelles...*”.

En effet, l’offre publique est non seulement une technique mais aussi un moyen :

- Une technique juridique et financière particulière des fusions et acquisitions ;
- Un moyen de mise en œuvre de la stratégie de l’entreprise, la croissance externe, alternatif à la croissance interne et aux alliances.

Cette thèse s’inscrit dans cette dernière problématique et a **pour objectif de mettre en évidence les motivations et l’efficacité des offres publiques d’achat et d’échange en France.**

Avant de préciser la problématique de cette recherche, il convient de :

- définir l’objet de l’étude, les OPA, par rapport à la croissance externe, la croissance interne et les alliances en tant qu’instrument de mise en œuvre de la stratégie;
- justifier l’utilisation des concepts de motivation et d’efficacité ;
- construire un modèle explicatif susceptible d’accueillir la richesse informationnelle de la problématique.

## **1. L'OPA EST UN INSTRUMENT DE LA MISE EN ŒUVRE DE LA STRATEGIE DE L'ENTREPRISE, LA CROISSANCE EXTERNE, ALTERNATIF A LA CROISSANCE INTERNE ET AUX ALLIANCES.**

**L'évolution du champ concurrentiel des entreprises se caractérise par une nette tendance à la concentration<sup>(6)</sup> et se matérialise par la formation de groupes industriels et financiers aux frontières de plus en plus larges, mouvantes et incertaines. Cette constatation est contradictoire avec l'axiomatique de la concurrence et le pouvoir suprême du marché pour la formation des prix tels qu'ils sont développés dans la théorie économique classique<sup>(7)</sup>.**

R. COASE (1937) et O.E. WILLIAMSON (1975) ont tenté dans le cadre d'une ambitieuse vision institutionnelle de réconcilier la démarche concurrentielle et le constat contradictoire de la concentration en justifiant l'existence des entreprises par **l'économie des coûts de transaction** qu'elles procurent<sup>(8)</sup>.

---

(6) On peut se reporter notamment à l'étude G. CRESPIY (1988) pour disposer d'un panorama récent et international de cette tendance.

(7) Il ne s'agit pas d'une invalidation de la théorie par les faits, la vertu d'un axiome ne provient pas de son réalisme mais de sa fécondité. La concentration est loin d'être toujours antinomique de la concurrence, elle peut même être l'aliment d'un renouveau de la concurrence. La contradiction se situe ailleurs : la concurrence n'est pas l'adaptation passive d'un producteur à un marché qu'il ne peut maîtriser, mais, un ensemble de comportements actifs (stratégiques) visant à la maîtriser (A. BIENAYME, 1973, 1976, 1992).

(8) *"Pour la première fois dans l'analyse économique, la firme n'est plus considérée comme une fonction de production, une entité abstraite, mais comme une forme d'organisation alternative au marché, chacune ayant ses avantages et inconvénients dans l'allocation des ressources. L'entreprise aura d'autant plus de chances de supplanter le marché, et corrélativement, la taille de l'entreprise aura une propension d'autant plus forte à s'accroître que le coût d'une transaction supplémentaire sera supérieur au coût total marginal résultant d'un accroissement de l'activité au sein de l'entreprise"*. (P. JOFFRE, 1988).

Selon C. DUCHESNE (1991-B), le modèle transactionnel développé par O.E. WILLIAMSON (1975) permet de tirer trois conclusions majeures :

— *“Les processus d’allocation des ressources internalisés par l’entreprise sont ceux qui ne sont pas efficacement réalisés par le marché en raison de l’existence de coûts de transaction ;*

— *L’existence de coûts est liée à un certain nombre de facteurs d’environnement et de facteurs humains de nature cognitive et comportementale ;*

— *Les coûts de transactions couplés aux économies traditionnelles de production conduisent à l’émergence d’organisations hiérarchisées”.*

La démarche des coûts de transaction appliquée à l’étude des offres publiques souffre de plusieurs insuffisances :

— Comme l’indique P.S. RING et A.H. VAN DE VEN (1992), elle suppose que les dirigeants sont motivés exclusivement par des considérations d’efficacité économique : la recherche de l’alternative la moins coûteuse ;

— Elle est statique, elle ne prend pas en compte les contraintes de temps imposées aux dirigeants. Ainsi, les fusions et acquisitions ne respectent pas nécessairement les conditions d’efficacité économique. *“L’approche statique de la théorie des coûts de transactions masque le conflit inhérent à de nombreuses fusions : elles permettent d’atteindre les buts managériaux de façon plus rapide, plus certaine, parfois moins chère au risque de divertir l’attention des dirigeants, d’accroître la complexité organisationnelle et parfois d’investissements plus importants”* (P.S. RING et A.H. VAN DE VEN, 1992).

— Elle est trop exclusivement focalisée sur l’opposition entre le mode de coordination marchand et le mode de coordination hiérarchique, et, elle ignore de fait les formes hybrides de croissance telles les alliances (C. DUCHESNE, 1991-B).

**Les choix stratégiques de développement des entreprises ne se résument pas à un choix d’internalisation des coûts de transaction, ils peuvent prendre des formes différentes.** Ils nécessitent de choisir entre plusieurs options de mise en œuvre afin de maîtriser activement le champ concurrentiel.

Le tableau n° 2 permet de dresser un rapide panorama des diverses modalités de l'expansion.

TABLEAU n° 2 : LES DIVERSES MODALITES DE L'EXPANSION

Mode de développement	MANŒUVRES	
	Autonome	Concertée
Coordination de capacités existantes	Achats de concurrents	Alliance
Création de capacité	Développement interne	Alliance

Source : G. KENIG (1990)

Les OPA s'intègrent, bien entendu, à la catégorie des achats de concurrents, ou encore à la croissance externe, bien qu'elles s'en distinguent par des caractéristiques spécifiques. Elles sont le fait de manœuvres stratégiques autonomes et permettent la coordination de capacités existantes.

Dans l'hypothèse d'une manœuvre stratégique autonome, elles s'opposent à la croissance interne et nous développerons ultérieurement les conditions du choix entre les deux termes de l'alternative.

Cependant, les manœuvres stratégiques des entreprises peuvent être aussi le fait d'une démarche concertée, l'alliance, avec deux ou plusieurs entreprises, qui connaît une vague croissante à l'instar des OPA au cours des années 80 comme l'indiquent B. BESCH et G. GUIEU (1993).

**Ces deux stratégies d'OPA et d'alliance correspondent à deux types de politiques relationnelles induites par les interactions existantes entre une firme et son environnement telles que les a définies G. KENIG (1990) : l'affrontement et la coopération.**

Le concept d'affrontement se décline aisément dans le cadre des tentatives de prises de contrôle inamicales par OPA dont le tableau n° 3 dépeint les principales modalités.

TABLEAU n° 3 : ATTAQUE ET DEFENSE A L'OCCASION D'UNE TENTATIVE DE PRISE DE CONTROLE.

Type d'action Mode d'emploi des forces	Coercition	Interdiction
Réel	AGRESSION prise de contrôle effective	DEFENSE Rachat de ses propres titres
Virtuel	PERSUASION Greenmail	DISSUASION Vente d'actifs convoités

Source : G. KENIG (1990)

Les OPA sont caractéristiques de comportements compétitifs basés sur la rivalité et le conflit. En revanche, les stratégies d'alliance correspondent à des comportements coopératifs fondés sur la concertation et l'action collective (A. JACQUEMIN, 1988).

### 1.1. LES OFFRES PUBLIQUES S'APPARENTENT A LA CROISSANCE EXTERNE MAIS S'EN DISTINGUENT PAR DES CARACTERISTIQUES SPECIFIQUES.

Les offres publiques se situent à l'interface de deux sphères : croissance externe et technique de prise de contrôle. De ce fait, les offres publiques se singularisent au sein du mouvement de la croissance externe par des caractéristiques spécifiques :

- a) *La dichotomie hostile/amicale* : l'offre publique peut faire l'objet d'un avis défavorable de la direction de l'entreprise cible — la résistance de la COMPAGNIE DE NAVIGATION MIXTE à l'offre de PARIBAS en 1989 en est l'illustration récente.
- b) *La(les) offre(s) concurrente(s)* : plusieurs offres publiques sur la même entreprise cible peuvent coexister simultanément. Ainsi, en 1987, quatre offres publiques ont été initiées sur DUFFOUR & IGON par, successivement, UNION CARBIDE, CARBUROS METALICOS, LINDE A.G. et AGA AKTIEBOLAG.



c) *La(les) surenchère(s)* : à la suite de la publication d'une offre concurrente ou d'une première offre insuffisamment valorisée ou portant sur une part du capital inadéquate, les initiateurs des offres publiques peuvent surenchérir. En 1988, les entreprises SCHNEIDER et FRAMATOME, après avoir déposé chacune leur offre ont respectivement surenchéri 3 et 2 fois.

d) *Le paiement monétaire et/ou en actions* : lorsqu'une société initie une offre publique, elle peut proposer aux actionnaires, soit un paiement monétaire de leurs actions (offre publique d'achat, OPA) soit un échange de titres (offre publique d'échange, OPE), ou une formule mixte du type offre publique d'achat avec option subsidiaire d'échange. En 1989, la CFAO, lors d'une surenchère de son offre publique sur la RUCHE MERIDIONALE, proposait soit 2700 F par action soit d'échanger 2 actions de la RUCHE MERIDIONALE contre 3 obligations convertibles CFAO.

e) *La conjoncture boursière* : l'entreprise fait l'objet d'une cotation boursière qui est soumise aux aléas de la conjoncture boursière. Ainsi, à la suite du krack d'Octobre 1987, des sociétés ont enregistré des baisses de l'ordre de 20 à 30% défavorables à la survenance d'offres publiques.

f) *L'évaluation boursière* : une société cotée fait l'objet d'une double évaluation : une évaluation fondée sur la valeur patrimoniale des actifs et une évaluation boursière résultant de l'appréciation des investisseurs. La divergence de ces deux évaluations peut favoriser ou encore défavoriser la survenance d'une offre publique. H. SERVAES (1991) a montré qu'aux Etats-Unis de 1972 à 1987 la sous-évaluation boursière des entreprises cibles a motivé efficacement les OPA.

g) *La composition du capital des sociétés* : la cotation boursière modifie la structure de l'actionnariat des entreprises avec une participation émiettée du public et une présence renforcée des investisseurs institutionnels. Le comportement de ces actionnaires est essentiellement déterminé par la recherche de plus-values qui motivent leur décision en cas de tentative de rachat, au contraire d'un actionnariat traditionnel beaucoup plus figé.

h) *Le paiement d'une prime* : la décision des actionnaires est intimement liée au montant de la prime proposée par l'initiateur par rapport au cours de bourse initial, ce qui rejoint les observations sur le comportement de l'actionnariat. P. CHARLETY-LEPERS & N. SASSENOU (1992) ont enregistré une prime moyenne de 11,64% pour les OPA en France de 1985 à 1988.

i) *Les défenses anti-OPA* : de nombreuses directions de sociétés tentent de se protéger des OPA au moyen de défenses plus ou moins efficaces et/ou légales. Ainsi, en 1988, EPEDA BERTRAND FAURE a fait échec à l'OPE de VALEO grâce à un "chevalier blanc"<sup>(9)</sup> GEFINA. On note que les défenses anti-OPA sont beaucoup moins développées en France qu'aux Etats-Unis où le législateur encourage plus leur pratique.

j) *Une législation spécifique* : les offres publiques font l'objet d'une réglementation spécifique dans la plupart des pays actifs dans ce domaine (Etats-Unis, Grande-Bretagne, France...). En France, c'est la loi n° 89-531 du 2 Août 1989 qui régit les offres publiques alors qu'auparavant les autorités boursières les régissaient elles-mêmes. Elle a été modifiée par l'arrêté du 15 Mai 1992 homologuant la modification du règlement général du Conseil des Bourses de Valeurs (OPA obligatoires à 100%).

k) *Le montant élevé des transactions* : les bourses françaises et étrangères réunissent généralement les entreprises les plus importantes de leurs pays respectifs. A ce titre, les offres publiques ont un retentissement considérable, notamment lorsque l'opération est transfrontalière, et induisent des réactions de l'Etat, de l'opinion publique, des syndicats..., qui influent sur le déroulement et la bonne fin de l'offre au contraire des opérations génériques de croissance externe. L'OPA de FOUGEROLLE sur la S.A.E. en 1992 s'est traduite par une transaction de 3,43 milliards de FRF.

L'expression de la différence des offres publiques ne les désolidarise pas pour autant du mouvement de la croissance externe. En effet, en dépit de leurs particularités, elles participent étroitement au mouvement permanent de restructuration du tissu industriel, et en sont devenues l'un des instruments privilégiés.

---

(9) La technique du "chevalier blanc" consiste pour l'entreprise cible (EBF) à "choisir" un autre repreneur (GEFINA) plus acceptable, selon la direction, que le premier intervenant (VALEO).

## 1.2. L'ESSOR COMPLEMENTAIRE DES STRATEGIES D'ALLIANCE

J.P. ANASTASSOPOULOS, G. BLANC, J.P. NIOCHE et B. RAMANANTSOA (1985) affirment que **“tout comme la nature a horreur du vide, l'entreprise a horreur de la concurrence”**. Ils mettent l'accent sur une dimension relationnelle de la stratégie. *“Une stratégie est dite relationnelle lorsqu'elle se fonde non pas sur la loi de la concurrence, mais sur des relations privilégiées que l'entreprise établit avec des partenaires de son environnement”*. Pour autant ce type de stratégies ne rend pas caduques les stratégies concurrentielles classiques : *“Au contraire, elles s'y ajoutent pour se combiner ou se succéder dans le temps”*.

Les stratégies relationnelles ou stratégies d'alliance s'appuient généralement sur la constitution d'entreprises conjointes ou joint-ventures dont le nombre s'est multiplié récemment en Europe comme l'indique A. JACQUEMIN (1993) : *“De 1986/87 à 1990/91, le nombre d'entreprises conjointes impliquant au moins une firme appartenant aux 1 000 plus grandes entreprises européennes est passé de 90 à 156. Ces opérations, qui ont été principalement réalisées dans les secteurs de la chimie, de la construction électrique et de l'électronique, ont été conclues majoritairement avec des partenaires non européens, américains ou japonais”*.

Les comportements coopératifs présentent à la fois des avantages et des inconvénients (A. JACQUEMIN, 1988) :

### — Les avantages :

- Ils évitent l'internalisation complète des opérations au sein d'une firme avec une irréversibilité réduite ;
- Ils évitent le recours aux pures relations instantanées du marché défavorables aux interactions prolongées entre participants ;
- Ils permettent d'accélérer la réalisation d'économies provenant des processus d'apprentissage et de raccourcir le temps nécessaire pour la mise au point d'un produit ou d'un processus nouveau ;
- Ils répartissent les risques sur plusieurs participants ;
- Ils facilitent l'entrée sur des marchés nouveaux.

— **Les inconvénients** : la réalisation d'un accord de coopération et son maintien se heurtent à de nombreuses difficultés et le pourcentage d'échec est important :

- La détermination de la place dans la politique générale de la firme ;
- La difficulté d'évaluation économique et technique ainsi que la problématique de la négociation et des modalités juridiques, financières et fiscales de la coopération;
- Les questions de la réorganisation et de restructuration ainsi que la mise en évidence des nouvelles stratégies nées de la coopération elle-même.

La question de la stabilité de la coopération reste posée et est d'autant plus délicate lorsque les entreprises sont, par ailleurs, en concurrence.

Comme l'indique A. LABOURDETTE (1992), la R & D est un des domaines d'application le plus pertinent et le plus pratiqué de la coopération. *“En effet, en R & D, il existe généralement un volume d'investissement en dessous duquel on ne saurait descendre : la coopération entre firmes facilite l'accès à ce seuil. Cet aspect est fondamental, quand on songe aux grandes entreprises et à la lourdeur de leurs projets”*.

Pour ce qui concerne le bien-être social, *“ la R & D coopérative peut être considérée comme un moyen à la fois d'internaliser les externalités résultant de retombées significatives de la R & D — un moyen par conséquent d'améliorer le problème d'incitation et de réduire les doubles-emplois onéreux — et d'assurer un partage plus efficient des informations entre les firmes ”* (A. JACQUEMIN, 1991). A ce titre, la R & D coopérative a bénéficié d'une exemption à l'interdiction des ententes au sein de la Communauté Européenne (Article 85 du Traité de Rome).

Le rôle particulier de promotion de la R & D explique pour une large part le succès des comportements coopératifs et des stratégies d'alliance. Eu égard à leur spécificité, les stratégies d'alliance constituent un support de la stratégie des entreprises complémentaire de la croissance externe et des OPA qui ne peuvent répondre de manière aussi appropriée aux besoins de la R & D.

## 2. LA JUSTIFICATION CONCEPTUELLE DE LA RECHERCHE : LA DEFINITION DES CONCEPTS DE MOTIVATION ET D'EFFICACITE.

Les concepts utilisés se classent en deux catégories qui reflètent les deux préoccupations de la problématique : les motivations et l'efficacité des offres publiques d'achat et d'échange.

### 2.1. LE CONCEPT DE MOTIVATION

La définition du concept de motivation et l'utilisation qui est en fait dans cette étude nécessite de faire appel à la **psychologie économique**<sup>(10)</sup> qui distingue les besoins et motivations économiques.

Les éléments qui connotent le concept de besoin sont au nombre de 4 dont les interrelations fondent le système de besoins :

- **La subjectivité** : elle souligne l'ambiguïté du rapport existant entre le désir et le besoin. Soumise à la loi du besoin, l'économie est déterminée par le désir ;
- **La nécessité** : le propre du besoin est qu'il s'impose et que l'on ne saurait s'y soustraire ;
- **La plasticité** : elle met en évidence le caractère dynamique des besoins qui se modèlent en fonction des conditions de la situation et des exigences du pouvoir. Les besoins sont loin d'être figés. Leur finalité explicite est de tendre vers leur propre suppression bien que leur satisfaction ne soit jamais absolue ;
- **L'organisation** : le besoin n'est pas une forme isolée qui s'inscrirait dans un univers d'objets pour leur conférer de la valeur. Par nature, c'est une médiation ; il procède en partie de l'environnement, mais il modifie l'environnement ; il profite des circonstances, mais il modifie les circonstances ; il tend à la satisfaction, mais naît de la satisfaction.

---

(10) Les développements qui suivent sont très largement inspirés de P. ALBOU (1976) qui se donne pour mission de préciser les motivations des "*conduites des agents économiques*".

La théorie économique classique s'appuie de façon restrictive sur ce concept de besoin pour rendre compte des motivations des entreprises. Elle utilise l'axiome de maximisation de l'utilité qui renvoie pour les entreprises à la maximisation actuelle des profits futurs escomptés<sup>(11)</sup>.

Le caractère réducteur d'une problématique limitée aux besoins n'est pas acceptable. **Le besoin n'est qu'une spécification de la motivation**, il s'inscrit dans une problématique confinée de l'entreprise où l'on tente de saisir une globalité, la conduite des entreprises, sous le mode du fragmentaire, du discontinu et de l'isolé.

**Il est préférable de s'intéresser aux motivations, c'est-à-dire, au pourquoi des actions.** Plus général, ce concept subsume sous un vocable unique une pluralité de facteurs : intégratif et générique, il distingue ainsi tout autant les besoins que les motivations, les raisons claires que les pulsions obscures. Dynamique il prend en compte les attentes, tout comme il intègre les projets. Il élargit le problème et situe la motivation dans la totalité de la conduite quelles qu'en soient les modalités : logique ou "*non logique*", raisonnable ou aberrante, **la conduite économique constitue un enchaînement de processus dont le besoin n'est qu'un aspect.**

La motivation s'inscrit dans le cadre de relations dialectiques entre l'environnement, la satisfaction, les tensions et l'activité :

— **L'environnement** : il ne saurait être seulement matériel, il est aussi social. Tout autant que d'objets, il est constitué de symboles, de normes, de valeurs ; il est le fait de relation réciproque, de coopération et de conflit ;

— **La satisfaction** : le déséquilibre perpétuel qu'elle tend à vaincre tout en le suscitant fait qu'on doit y voir non pas seulement une conséquence mais aussi une condition — moins une variable dépendante existant dans le champ qu'un facteur nécessaire d'évolution ;

---

(11) Cette démarche, présentée ici très rapidement, sert toujours de référence à la théorie financière contemporaine où les OPA sont présentées comme des outils de la maximisation de la richesse des actionnaires et jugées à son aune (voir M.C. JENSEN, 1984, par exemple). On pourra aussi se reporter aux travaux fondateurs de A. SMITH (1776) et J.B. SAY (1803).

— **Les tensions** : les relations de l'entreprise avec son environnement génèrent des tensions dont les objets évoluent dans le temps et peuvent être résolues par l'activité;

— **L'activité** : elle vise la satisfaction par l'intermédiaire des objets-buts et n'est autre que la conduite. Elle est à la fois dynamique et directionnelle. La motivation actualise, en fonction du système de préférences de l'entreprise et entre les diverses réactions possibles, celle qui s'effectuera en direction de l'objet choisi.

**La définition du concept de motivation, le pourquoi des actions, ne peut faire l'économie de ses interactions avec la décision : “une des fonctions de la décision est de permettre à l'acteur d'agir” (L. SFEZ, 1988).**

L. SFEZ (1988) propose une vision historique remarquable de la définition de la décision :

— **La définition de la décision à l'âge classique** : “*la décision classique c'est la bonne décision, droite, en ligne, celle qui assure au sujet libre le choix de rentabilité progressiste, linéaire*”. La théorie économique classique et, par extension, la théorie financière contemporaine s'inscrit dans ce cadre où la rationalité de la décision est stricte. Un comportement rationnel est celui qui réalise les fins avec un minimum d'efforts et le maximum de satisfaction. Une organisation est rationnelle lorsqu'elle maximise la rentabilité<sup>(12)</sup>.

---

(12) La science économique classique est construite sur la collusion entre une valeur éternelle et essentielle, et une variable sociale : raison et profit.

— **La définition de la décision à l'âge moderne** : “*c'est un processus d'engagement progressif, connecté à d'autres, marqué par l'équi-finalité, c'est-à-dire l'existence reconnue de plusieurs chemins pour parvenir au même et unique but*”. Elle doit assurer la bonne marche des organisations existantes ou, au mieux, assurer la naissance d'institutions nouvelles mais sur le modèle des anciennes par reproduction, qualifiée “*innovation*”. Il s'agit ici d'une rationalité limitée : “*toute décision est affaire de compromis. L'alternative qui est généralement choisie ne permet jamais la réalisation totale ou parfaite des objectifs : elle n'est que la meilleure solution possible dans des circonstances données*” (H.A. SIMON, 1983)<sup>(13)</sup>.

— **La définition de la décision à l'âge contemporain** : “*C'est un récit toujours interprétable, multi-rationnel, dominé par la multi-finalité, marqué par la reconnaissance de plusieurs buts possibles, simultanés, en rupture*”. Le chemin droit est impraticable, parsemé d'embûches, source d'illusions, l'erreur étant rectitude. Ou plutôt dans l'idée même qu'il peut exister une seule vérité, un seul centre, un seul avenir possible, un unique bloc de valeurs à défendre.

Nous avons choisi d'adhérer à cette dernière conception de la décision en relation avec la démarche multi-rationnelle des motivations que nous avons développée. Mais, la définition du concept de motivation ne serait pas complète sans la prise en compte de la dimension stratégique de la décision, “*la conduite des entreprises*” telle qu'elle a été utilisée jusqu'ici pouvant aisément être assimilée à la “*stratégie des entreprises*”.

---

(13) On peut aussi se reporter à l'ouvrage essentiel de J.G. MARCH et H.A. SIMON (1991), LES ORGANISATIONS, ed. Dunod, 2ème éd., 254 pages. On peut reprocher à ces travaux de l'école néo-rationnelle de ne pas remettre en cause les valeurs qui sous-tendent l'activité des organisations et leur propre rationalité. Ils se situent dans le cadre d'une seule rationalité, la rationalité du capitalisme mais aussi celle des économies planifiées socialistes. Que l'on ne se trompe point, notre objectif n'est pas de mettre en cause le système capitaliste ; à cet égard, notre recherche procède d'une tentative d'amélioration de sa compréhension et de proposition de solutions. Mais, à l'instar de L. SFEZ (1988) nous souhaitons souligner que d'autres sociétés politiques et administratives, encore virtuelles, peuvent se développer et que la valeur mérite une critique idéologique.



**La décision stratégique est le processus fondamental par lequel une entreprise évolue de façon aléatoire.** Par aléatoire, on entend, non pas irresponsabilité ou inconséquence de l'acteur stratégique, mais, à l'instar de A.C. MARTINET (1993-A), que "*celui-ci a tôt fait de se rendre compte que l'action mûrement réfléchie échappe immédiatement à ses intentions, sans pour autant l'amener à condamner l'action, la réflexion ou l'interaction sociale*".

Cette décision stratégique est influencée par l'interaction de nombreux facteurs, elle est plurielle, ni norme unique, ni déterminisme<sup>(14)</sup>. Un facteur retient particulièrement notre attention, le système de préférence de l'entreprise ou plutôt la configuration des pouvoirs des acteurs de l'entreprise.

A.C. MARTINET (1984) distingue deux principes qui guident l'action stratégique :

- Un principe de "*finalité économique*" : la raison d'être de l'entreprise est d'abord économique et sa performance dépend fondamentalement de la pertinence et de la qualité de sa stratégie industrielle ;
- Un principe de "*réalité*" : la réussite de celle-ci est liée à son degré d'acceptation par les différentes parties prenantes.

Ce dernier point renvoie aux processus politiques de décision qui sont caractéristiques des situations dans lesquelles le pouvoir est disputé par plusieurs pôles en liaison avec des degrés de concentration de celui-ci plus ou moins importants (J.P. ANASTASSOPOULOS, G. BLANC, J.P. NIOCHE et B. RAMANANTSOA, 1985).

---

(14) Les avatars de la planification stratégique sont là pour rappeler que la définition d'une norme unique est vouée à l'échec. Le calcul économique est une autre version d'une norme unique, on pourra consulter à ce propos R. CHARRETON & J.M. BOURDAINE, 1985, LA DECISION ECONOMIQUE, Que sais-je ?, n° 2235, Presses Universitaires de France, 128 pages. On peut y lire notamment : "*la méconnaissance de la théorie de la décision : le manque d'enseignement dans la plupart des Universités et des Grandes Ecoles, ou pis encore, l'enseignement de théories mal fondées, plus propre à décrire l'obstacle qu'à le franchir, telles l'analyse multi-critère, expliquent la méconnaissance*". Cette citation en dit long sur les dangers d'une rationalité positiviste et impérialiste.

K.M. EISENHARDT et M.J. ZBARACKI (1992) recensent dans une étude très fouillée les principales idées qui fondent la perspective politique :

- Les organisations sont composées d'acteurs avec des préférences partiellement conflictuelles ;
- La prise de décision stratégique est finalement politique au sens où les acteurs qui détiennent le pouvoir obtiennent ce qu'ils veulent ;
- Les acteurs usent de tactiques politiques comme la cooptation, la formation de coalition, l'utilisation de l'information afin d'accroître leur pouvoir.

Cependant, on peut se demander si les comportements politiques sont un phénomène positif de résolution de conflits ou un signal du dysfonctionnement de la prise de décision. Les processus politiques de décision soulignent que les décideurs ne sont pas nécessairement d'accord sur les buts de l'entreprise.

Un deuxième facteur mérite d'être évoqué, les **situations de décision**. "*C'est un ensemble de conditions concrètes d'espace, de temps, et dans lesquelles un ou plusieurs acteurs sont amenés à produire des changements stratégiques*" (STRATEGOR, 1988). On dénombre trois situations types :

- **La décision émergente** : c'est une sorte de non-décision stratégique — la distinction entre formulation et mise en œuvre de la stratégie n'a ici aucun sens. La mise en œuvre est la décision. La nouvelle stratégie constatée est le résultat des effets cumulés d'une série de micro-décisions qui n'ont pas été vécues comme des décisions stratégiques ;
- **La décision anticipée** : c'est la plus proche des doctrines managériales classiques (cf. la planification stratégique). Sa particularité est de produire une stratégie voulue qui sert de référence ;
- **La décision occurrente** : un événement surgit, externe le plus souvent mais quelquefois interne à l'entreprise, qui provoque une réorientation majeure de la stratégie.

D'autres facteurs interagissent avec les motivations des décisions stratégiques, les cultures nationales, l'identité et l'histoire de l'entreprise, ... mais cette présentation vise moins une exhaustivité inaccessible que la mise en évidence de la démarche conceptuelle adoptée.

**L'ANALYSE DES MOTIVATIONS DES DECISIONS STRATEGIQUES  
D'OFFRE PUBLIQUE CONSISTE A QUESTIONNER DE FAÇON  
DIALECTIQUE LE POURQUOI D'UNE ACTION STRATEGIQUE :  
L'OFFRE PUBLIQUE**

## **2.2. LE CONCEPT D'EFFICACITE**

Comme nous avons pu le constater, l'étude du concept de motivation a déjà largement défloré l'analyse du concept d'efficacité, en raison de leur rapport téléologique. La définition du concept d'efficacité est nécessairement lié à une réflexion sur les buts de l'entreprise dans le cadre d'une économie libérale contemporaine.

La théorie financière actuelle, en liaison avec la théorie économique classique, prône pour l'entreprise un objectif de maximisation de la richesse de ses actionnaires, ce qui induit une mesure de l'efficacité immédiate : l'enrichissement des actionnaires. En termes pratiques, cela consiste à utiliser les cours de bourse comme indicateurs de l'efficacité.

A. BIENAYME (1992) propose une autre définition des objectifs de l'entreprise en réaction à la simplification excessive de la théorie économique classique. Il suggère que le but premier de l'entreprise assujettie aux risques de la concurrence est la défense de son autonomie<sup>(15)</sup>.

---

(15) "L'autonomie réside dans la *faculté de choisir* les objectifs de production et d'organiser à cette fin les moyens dont elle dispose" (A. BIENAYME, 1992).

*“La loi d’airain des organisations est de durer en progressant et de progresser pour durer, ..., puisque l’entreprise s’inscrit dans la durée, le concept d’efficience économique ne consiste pas à rechercher en toutes circonstances le minimum de coût de production en courte période. Les économies d’échelle, les économies de variété et de complémentarité, les synergies, les progrès par l’apprentissage, l’innovation, dominant l’expérience des entreprises et, plus largement, des organisations soumises aux pressions de la concurrence”.*

L’entreprise n’est pas destinée à servir les intérêts patrimoniaux des actionnaires comme le soutient la théorie financière orthodoxe mais une multiplicité de finalités<sup>(16)</sup> visant à garantir à l’entreprise son autonomie.

La conception politique de la décision stratégique corrobore ce point de vue dans la mesure où elle démontre que les différents acteurs de la décision ne poursuivent pas nécessairement les mêmes buts.

Dans le cadre d’une démarche antérieure, H. MINTZBERG (1986) a proposé une vision qui intègre le propos économique de A. BIENAYME (1992). Les organisations ont en fait un grand nombre de buts qui sont le plus souvent des contraintes pour la prise de décision. Mais, **un but premier (l’autonomie pour A. BIENAYME) prédomine sans pour autant être définitif. Il évolue au gré des configurations de pouvoir.** H. MINTZBERG (1986) a retenu une typologie de buts spécifiques des organisations dont l’un ou l’autre peut devenir le but premier :

- **La survie** en tant que but des organisations est la contrainte ultime et assez rarement le but premier lorsque celle-ci est menacée ;
- **L’efficience** en tant que but des organisations signifie atteindre le maximum dans n’importe quel but qu’une organisation s’assigne et plus particulièrement l’efficience économique ;
- **Le contrôle** en tant que but des organisations correspond à une tentative d’exercer un certain contrôle sur son environnement qui peut se traduire par des acquisitions ou des alliances destinées à préserver son autonomie ;

---

(16) y compris les intérêts patrimoniaux des actionnaires.

— **La croissance** en tant que but des systèmes, tout comme le système de marchés fait que l'efficacité est le but normal du propriétaire, l'organisation fait de la croissance un but naturel du dirigeant. Elle contribue aussi à la survie, l'efficacité et au contrôle de l'environnement.

Si l'on introduit une relation hiérarchique, la survie apparaît comme prioritaire. Mais la survie, l'efficacité et le contrôle semblent être considérés comme des contraintes, des buts subordonnés à la croissance, but premier le plus commun d'une organisation.

La multiplicité des finalités/buts de l'entreprise conditionne l'efficacité, elle ne peut être sanctionnée de manière unilatérale mais en relation avec les motivations initiales.

**L'ANALYSE DE L'EFFICACITE DE LA DECISION  
D'OFFRE PUBLIQUE CONSISTE A APPRECIER LA SATISFACTION  
DE LA (DES) FINALITE(S) STRATEGIQUE(S)  
QUI LUI ETAIENT ATTRIBUEE(S)**

### 3. LA CONSTRUCTION D'UN MODELE SYSTEMIQUE DE LA DECISION STRATEGIQUE D'OFFRE PUBLIQUE.

La démarche de la présente recherche souhaite s'inscrire dans une **construction complexe** au sens d' E. MORIN (1990 plus à même d'apprécier avec exhaustivité ce phénomène.

L'observation d'une entreprise à l'instant t est l'observation d'une construction jamais achevée. **Cette construction est le fruit de relations complexes entre l'entreprise et son environnement, entre les acteurs, la structure, la stratégie et l'environnement qui la conduisent à la décision ou à la non décision** (la décision s'entend ici au sens de J.G. MARCH (1991) : "*les décisions ne sont pas vraiment "prises" dans une organisation, elles se développent d'elles-mêmes dans un contexte signifiant*").

En appliquant les thèses constructivistes développées par J. PIAGET (1989), à propos de l'épistémologie génétique, ces relations complexes peuvent être identifiées comme des interactions dont chacune engendre en tant qu'interaction, une transformation des termes qu'elles relient (voir schéma page suivante : le processus complexe de la décision stratégique d'offre publique).

L'entreprise considérée comme une organisation au sens holiste n'est pas un objet d'étude pertinent. Il est nécessaire de s'attacher à ce qui la constitue, les acteurs, la structure, la stratégie et leurs interactions internes et externes (avec l'environnement) dans le cadre d'une dynamique temporelle. On observe le processus de structuration des organisations en relation avec la décision stratégique d'offre publique<sup>(17)</sup>.

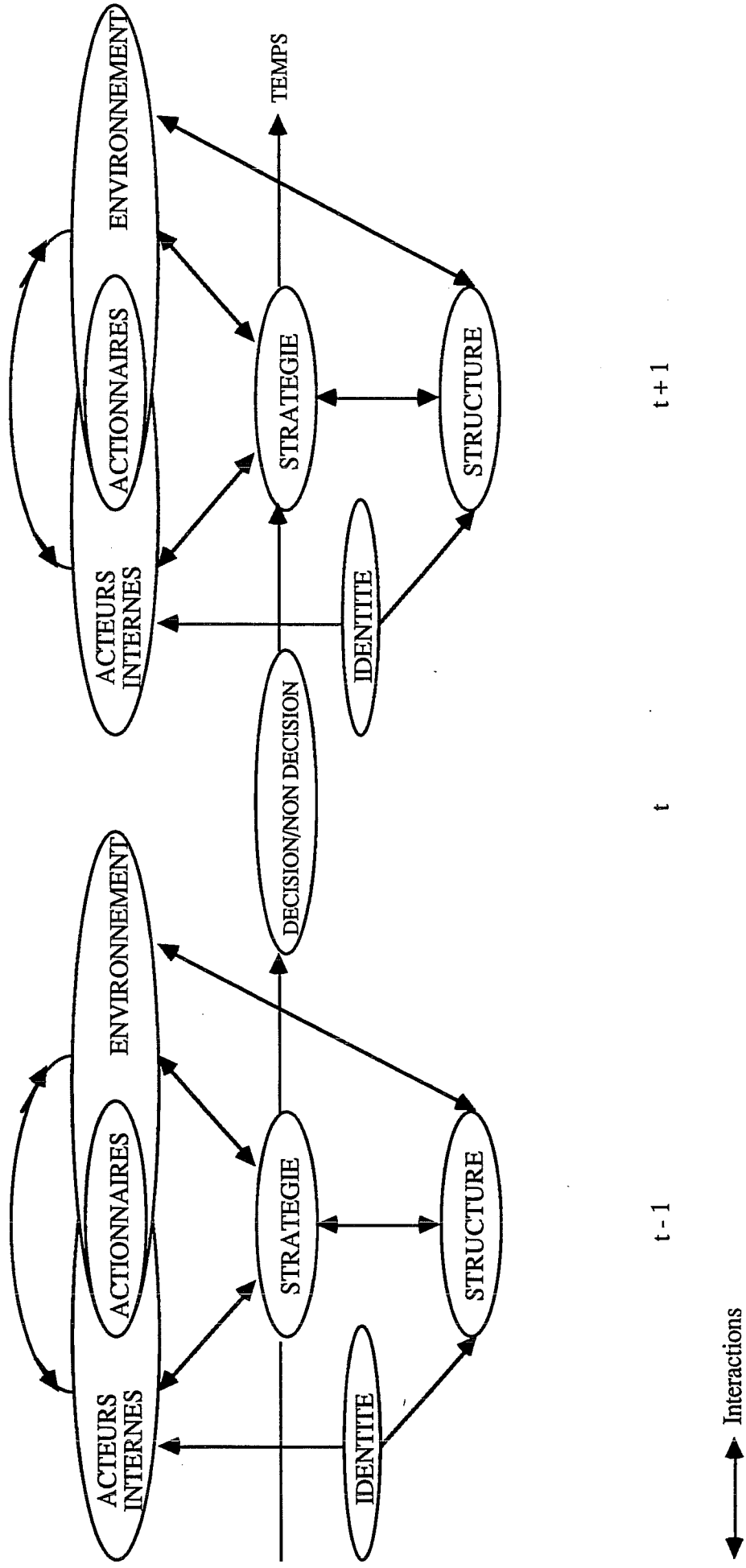
La stratégie explicite ou implicite de la société déterminée dans le cadre des relations complexes acteurs / structure / environnement / stratégie / en t-1 conduit l'entreprise à prendre une décision ou non décision d'offre publique en t qui modifiera les relations complexes acteurs / environnement / structure / stratégie en t+1.

---

(17) Cette interprétation de la démarche constructiviste diffère de celle avancée par H. BOUCHIKI (1990) pour deux raisons :

- elle est focalisée sur la décision stratégique d'offre publique, l'objectif n'est pas ici de construire une connaissance globalisante du processus de structuration des organisations ;
- la construction demeure téléologique, c'est-à-dire orientée vers la satisfaction de finalités.

LE PROCESSUS COMPLEXE DE LA DECISION STRATEGIQUE D'OFFRE PUBLIQUE



Le système peut être décrit en adoptant la présentation de J.L. LEMOIGNE (1990) du système général comme une action (l'offre publique) dans un environnement pour quelques projets (croître, survivre, rentabiliser...) fonctionnant et se transformant. Cette action résulte d'une décision qui peut être représentée par la conjonction récursive de trois sous-systèmes stables, chacun d'eux pouvant être représenté à son tour par un système de décision : le système d'intelligence (compréhension et formulation du problème stratégique), le système de conception (résolution et évaluation des stratégies alternatives) et le système de sélection (choix multicritères de la stratégie). Cette démarche consiste donc à développer un modèle systémique du phénomène de la décision stratégique d'offre publique.

Ainsi, comme l'indique A.C. MARTINET (1993), "*L'action et le comportement stratégique ne peuvent être compris qu'en faisant l'expérience de la complexité*", et, s'appuyant sur une citation de A. MALRAUX, "*... peu à peu les formes se précisent, non parce que mon regard s'accommode mais parce que mon esprit en les reconnaissant les délivre de leur enchevêtrement*", il justifie l'utilité d'une modélisation : "*en ce sens, peut être comprise, dans une situation complexe, l'utilisation d'une modélisation, elle-même suffisamment complexe au plan computationnel, pour accueillir la richesse informationnelle*".

Des constructions mécanistes simplificatrices sont incapables de restituer ce type de processus. La théorie financière, si elle se comprend à l'intérieur d'un système clos, le marché financier, n'est que l'expression des relations de l'entreprise avec une catégorie d'acteurs : les actionnaires. A ce titre, elle n'est adaptée à l'étude des offres publiques qu'à l'intérieur de ce cadre et ne peut en aucun cas prétendre expliquer ce phénomène et juger de sa pertinence. "*Les méthodes qui permettent d'être exact dans tel champ ne permettent pas de l'être dans un champ voisin*" (D. NORDON, 1990). Elle est l'expression de ce que E. MORIN (1990) appelle "*l'intelligence aveugle*", elle s'appuie sur une "*pensée simplifiante, incapable de concevoir la conjonction de l'un et du multiple, ..., elle unifie abstraitement en annulant la diversité*".

En revanche, cela ne signifie pas un rejet des enseignements de la théorie financière en tant que facteurs explicatifs de la décision stratégique d'offre publique. Le modèle adopté est l'expression de la diversité et il n'est pas possible de rejeter la problématique de la théorie financière sous le prétexte de son incapacité endogène à expliquer les offres publiques. **La maximisation de la richesse des actionnaires est une des motivations envisageables des offres publiques.**



#### 4. LA PROBLEMATIQUE DE LA RECHERCHE

L'objectif général de la recherche est d'apprécier l'intérêt des offres publiques pour les entreprises. Autrement dit, CET OUTIL EST-IL UN INSTRUMENT EFFICACE DE GESTION ? : c'est-à-dire la décision d'offre publique a-t-elle satisfait à la (aux) finalité(s) qui lui étai(en)t attribuée(s) ?

Cette appréciation appuie l'hypothèse générale de la présente recherche :

**L'OFFRE PUBLIQUE EST MOTIVEE PAR UNE DEMARCHE  
STRATEGIQUE DE L'ENTREPRISE INITIATRICE  
DONT LA NATURE DETERMINE ET SANCTIONNE  
LA REUSSITE FUTURE DE L'OPERATION.**

G. HIRIGOYEN (1993) souligne l'intérêt de cette démarche qui lie la situation stratégique et la performance financière de l'entreprise : *“les décisions d'acquisition constituent un champ d'étude par excellence pour une appréciation de l'efficacité de décisions stratégiques en termes de création ou de destruction de valeur. En effet, les acquisitions n'ont de signification que si elles permettent la conquête de parts de marché, la création de synergies, c'est-à-dire l'amélioration des résultats des activités existantes ou acquises”*.

La recherche s'inscrit dans le cadre d'une problématique empirico-inductive afin de ne pas contraindre l'analyse et biaiser l'interprétation des résultats obtenus en contradiction avec la philosophie complexe qui a été adoptée. Elle est articulée autour de deux hypothèses principales qui fixent les limites du champ de la recherche.

#### 4.1. LE CHOIX D'UNE PROBLEMATIQUE A DOMINANTE EMPIRICO-INDUCTIVE

Les recherches en Sciences de Gestion peuvent être classées en deux grandes catégories:

- les recherches hypothético-déductives
- les recherches empirico-inductives

Les recherches hypothético-déductives sont destinées à tester empiriquement les enseignements de la théorie, celle-ci étant déclinée sous la forme d'hypothèses. Elles s'appuient sur la "*falsifiabilité*" de K. POPPER, autrement dit la capacité d'un système théorique à être mis à l'épreuve par l'expérience.

En revanche, les recherches empirico-inductives sont fondées sur l'observation de la réalité et tentent, à partir des faits observés, de détecter des liens qui les unissent, des noyaux d'invariance dans leur évolution, sans l'aide de modèles théoriques a priori, afin de parvenir à une généralisation.

**Le choix entre ces deux problématiques ne fait toujours pas aujourd'hui l'objet d'un consensus<sup>(18)</sup>.**

---

(18) Un débat récent sur la recherche en stratégie aux Etats-Unis paru dans le Strategic Management Journal en est l'illustration :

- C.A. MONTGOMERY, B. WENERFELT & S. BALAKRISHNAN (1989) "*Strategy content and the research process : a critique and a commentary*", STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL, vol. 10, p. 189 à 197.

- A. SETH & G. ZINKHAN (1991), "*Strategy and the research process : a comment*", STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL, vol. 12, p. 75 à 82.

- C.A. MONTGOMERY, B. WENERFELT & S. BALAKRISHNAN (1991), "*Strategy and the research process : a reply*", STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL, vol. 12, p. 83 à 84

On peut prendre, à titre d'exemple, deux problématiques de recherche concernant les OPA :

— Une problématique hypothético-déductive : tester si les offres publiques sont des instruments de résolution de conflits d'agence<sup>(19)</sup> ;

— Une problématique empirico-inductive : la prévision des OPA ; elle ne s'appuie sur aucune base théorique, elle est destinée à déceler à partir de l'observation quels sont les indicateurs susceptibles d'optimiser la prévision<sup>(20)</sup>.

**Dans le cadre de notre étude, nous avons choisi d'adopter une démarche à dominante empirico-inductive.** Cette problématique nous permet de façon concomitante de ne pas contraindre le champ de notre étude à la validation empirique d'une des théories relatives aux motivations et à l'efficacité des OPA en corrélation avec le modèle systémique présenté, et, de prétendre à la généralisation pour nos résultats dans les limites de la qualité de l'information utilisée et de la pertinence de son traitement.

**Pour autant, nous ne renonçons pas à tirer profit des enseignements de la théorie.** Ceux-ci sont utilisés comme aide à l'interprétation ce qui permet de ne pas biaiser a priori l'analyse tout en bénéficiant des apports de la théorie.

Enfin, le choix d'une problématique empirico-inductive du fait de son caractère généralisateur est susceptible de produire des résultats opérationnels aussi bien pour les entreprises que pour les marchés financiers, l'Etat, ...

---

(19) Se référer par exemple à M.L. MITCHELL & K. LEHN (1990) ou K.J. MARTIN & J.J. Mc CONNEL (1991)  
(20) Se référer par exemple à B. LE CORVELLER (1992)

#### **4.2. LES HYPOTHESES DE LA RECHERCHE DEFINISSENT UNE PROBLEMATIQUE ORIGINALE APPUYEE PAR DES TECHNIQUES STATISTIQUES NOVATRICES ET DES ECHANTILLONS REPRESENTATIFS.**

La problématique de la recherche s'articule autour de plusieurs hypothèses intermédiaires :

##### **Hypothèse n° 1 : les entreprises initiatrices formulent des stratégies dans lesquelles s'insèrent les offres publiques.**

- Hypothèse 1.1. : Les entreprises initiatrices formulent leurs stratégies sur la base de motivations multiples.
- Hypothèse 1.2. : Les entreprises cibles présentent des profils caractéristiques qui expliquent leur choix.
- Hypothèse 1.3. : La complémentarité des motivations des entreprises initiatrices et des profils des entreprises cibles déterminent la décision stratégique d'offre publique.

##### **Hypothèse n° 2 : les stratégies formulées par les entreprises initiatrices déterminent et sanctionnent l'efficacité de la décision stratégique d'offre publique.**

- Hypothèse 2.1. : L'efficacité des offres publiques pour les entreprises initiatrices est liée à la nature des motivations.
- Hypothèse 2.2. : L'efficacité des offres publiques pour les entreprises cibles est liée à leurs caractéristiques initiales.
- Hypothèse 2.3. : L'efficacité des offres publiques est déterminée par la complémentarité des motivations des entreprises initiatrices et des profils des entreprises cibles.

**Ces hypothèses illustrent la démarche originale de cette thèse qui se situe à l'interface des champs de la stratégie et de la finance. Elle se distingue de la plupart des études concernant les OPA qui s'intéressent principalement à trois problématiques :**

— **La prévision des OPA** : problématique empirico-inductive, elle est destinée à détecter les cibles potentielles des offres publiques à l'aide d'indicateurs économiques et financiers. B. LE CORVELLER (1992) récapitule de nombreuses études se réclamant de cette démarche ;

— **La validation de la performance des OPA** en relation avec des hypothèses déduites de la théorie financière, soit principalement, une mesure de la maximisation de la richesse des actionnaires des entreprises cibles et initiatrices. On peut consulter les recensions très complètes de M. LUTBAKIN (1983) et F.M. SCHERER (1988) consacrées à cette démarche ;

— **La performance des stratégies d'OPA** : ces recherches définissent a priori les stratégies des entreprises sur la base des appartenances sectorielles respectives des entreprises initiatrices et cibles (intégration, diversification conglomerale, diversification concentrique, spécialisation, ...) et jugent le plus souvent la performance grâce à l'évolution des cours boursiers. D.K. DATTA, G.E. PINCHES & V.K. NARAYANAN (1992), et V. RAMANUJAN & P. VARADARAJAN (1989) proposent des panoramas très complets des recherches relatives à cette problématique.

**LA PROBLEMATIQUE CHOISIE SE DISTINGUE PAR L'ATTENTION  
SIMULTANEE PORTEE AUX MOTIVATIONS ET A L'EFFICACITE  
DES OPA, PAR LEURS DEFINITIONS A RATIONALITES ET A  
OBJECTIFS MULTIPLES A L'INVERSE DES RECHERCHES  
INSPIREES PAR LA THEORIE FINANCIERE (21)**

Par ailleurs, très peu d'investigations s'intéressent au cas français, ainsi, la performance des stratégies d'OPA n'a pas fait, à notre connaissance, l'objet de tentatives de validation empirique.

---

(21) En revanche, des études portant sur la croissance externe s'en rapprochent plus étroitement : J. ALLOUCHE (1981), F. BAVAY & D. BEAU (1988), P.Y. HENIN (1971), P. NAVATTE (1978-A et B), D.J. RAVENSCRAFT et F.M. SCHERER (1987), ...

Ces hypothèses ont été testées à partir de deux catégories d'indicateurs :

- **des données comptables** retenues sur une période de 11 ans (de 5 ans avant à 5 ans après les offres publiques) pour les entreprises initiatrices et cibles ;
- **des données textuelles** issues des notes d'information obligatoires publiées lors du lancement des OPA par les entreprises initiatrices.

Plusieurs échantillons d'**entreprises françaises** ont été sélectionnés avec le souci d'une **représentativité maximale** :

- les données textuelles ont été relevées pour 232 offres publiques sur la période 1970-1990, soit **78 % de la population étudiée** ;
- les données comptables ont été répertoriées pour 40 entreprises initiatrices et 100 entreprises cibles sur la période 1970-1990<sup>(22)</sup>.

Les méthodologies statistiques se répartissent en deux catégories :

- **des techniques habituelles de l'analyse de données** : Analyse de variance, Analyse en Composantes Principales, Analyse Factorielle des Correspondances, Classification Ascendante Hiérarchique ;
- **des techniques statistiques originales** : la régression LOGIT et la lexicométrie.

**L'originalité de la problématique, la représentativité des échantillons étudiés, la performance et la nouveauté des méthodes utilisées contribuent à singulariser cette thèse consacrée aux offres publiques d'achat et d'échange en France de 1970 à 1990.**

Néanmoins, elle souffre de plusieurs limites.

---

(22) Compte-tenu des contraintes imposées à la constitution des échantillons, notamment la césure temporelle 1970-1985/1987, 1990. Les échantillons représentent de 35,1% à 72,3% des populations envisagées. De plus, un pairage, par des entreprises témoins aux caractéristiques similaires mais non concernées par des OPA, a été réalisé pour les échantillons de la période récente (1987-1990).

### 4.3. LES LIMITES DE LA RECHERCHE

A l'origine, le projet de thèse<sup>(23)</sup> comportait des éléments que l'on ne retrouve pas dans la mouture finale présentée ici :

— La perspective constructiviste suppose sans doute un construit supplémentaire de la connaissance plus individualisée : des études cliniques et une enquête auprès des entreprises y avaient été incluses initialement ;

— L'utilisation de données sociales<sup>(24)</sup>, techniques, juridiques, avait été prévue. L'indigence de l'information historique sur les entreprises françaises n'a pas permis de réaliser ces investigations<sup>(25)</sup>. Pour les mêmes raisons, les données comptables disponibles ne correspondent pas aux exigences initiales.

**L'exhaustivité de l'étude en est donc affaiblie.**

De plus, *“la complexité ne comprend pas seulement des quantités d'unités et d'interactions qui défient nos possibilités de calcul : elle comprend aussi des incertitudes, des indéterminations, des phénomènes aléatoires. La complexité dans un sens a toujours affaire avec le hasard”* (E. MORIN, 1990). En ce sens, il convient de rappeler que le processus de recherche est intrinséquement incomplet et mérite toujours d'être amélioré et qu'aucune étude s'appuyant sur la méthodologie la plus perfectionnée ne peut prétendre clore un sujet, découvrir *“la vérité”*.

---

(23) Le projet de thèse initial a été présenté lors du Tutorat Collectif des IAE les 5 et 6 Juin 1991.

(24) Plus particulièrement, le turnover des dirigeants et l'évolution des effectifs.

(25) Ce projet fera l'objet d'un développement et d'illustration dans la deuxième partie consacrée aux choix méthodologiques de la recherche.

Le plan de cet ouvrage s'ordonne autour de trois parties :

— **Une première partie est constituée de la recension des principales contributions théoriques et empiriques** antérieures concernant la croissance externe et les offres publiques d'achat et d'échange. Elle comprend aussi une analyse comparative des mouvements respectifs de la croissance externe et des offres publiques en France pour les 30 dernières années ;

— **Une seconde partie détaille la démarche, les choix méthodologiques et les limites de la recherche** dans le cadre d'une volonté affichée d'exhaustivité et de cohérence ;

— **Une troisième partie présente les résultats de la recherche empirique** centrés sur la décomposition des motivations et de l'efficacité des offres publiques d'achat et d'échange.





**PREMIERE PARTIE**

**LES OFFRES PUBLIQUES D'ACHAT ET D'ECHANGE :  
UN CHAMP D'ANALYSE ABONDANT ET VARIE**



Cette partie est consacrée à une recension des contributions théoriques et empiriques consacrées aux offres publiques d'achat et d'échange afin de définir les limites de notre champ d'analyse.

Un premier chapitre (1.1.) est destiné à l'étude de la croissance externe dont nous avons déjà souligné les liens étroits avec les OPA, selon trois perceptions : le mouvement de la croissance externe française de 1959 à 1988 (1.1.1.), les motivations théoriques attribuées à la croissance externe (1.1.2.) et la mise en évidence empirique de ses motifs et de son efficacité pour la France (1.1.3.).

Un deuxième chapitre (1.2.) présente le mouvement des OPA en France de 1966 à 1992, le compare à celui de la croissance externe (1.2.1.), puis les analyse au regard de plusieurs référents théoriques spécifiques et de la controverse qu'une utilisation intensive a suscitée (1.2.2.).

Un troisième chapitre (1.3.) recense et organise les contributions empiriques françaises et étrangères selon deux démarches : les motivations des OPA (1.3.1.), d'une part, la performance et l'efficacité des OPA (1.3.2.), d'autre part.

## 1.1. LES MOUVEMENTS STRATEGIQUES DE LA CROISSANCE EXTERNE FRANÇAISE DE 1959 À 1988 : UNE PLURALITE DE MOTIFS<sup>(1)</sup> THEORIQUES DONT LA VALIDATION EMPIRIQUE SOULIGNE L'EFFICACITE.

### INTRODUCTION : LA CROISSANCE EXTERNE REVET DE MULTIPLES ASPECTS.

A l'instar de R. PATUREL (1978), les définitions de la croissance externe peuvent être regroupées en trois catégories selon le sens plus ou moins large accordé à ce mode de croissance :

— **La définition étroite.** La croissance externe est assimilée aux opérations portant sur des actifs essentiellement physiques changeant de propriétaire ou d'utilisateur. A. LABOURDETTE (1989) la définit ainsi par opposition à la croissance interne : *“Alors que le développement interne d'une entreprise s'accompagne de l'extension conjointe de ses moyens et de ceux du groupe d'activités auquel elle appartient, la croissance externe se réalise par l'acquisition d'actifs existants et n'a dans l'immédiat aucun effet sur les capacités de production des secteurs”*. Cette démarche est restrictive au sens où elle implique un transfert d'actifs et exclut implicitement les prises de participations financières ;

— **La définition intermédiaire.** La croissance externe englobe non seulement les opérations portant sur des actifs physiques d'occasion, loués ou acquis, mais aussi les techniques qui aboutissent à un contrôle d'actifs existants. Cette démarche se distingue de la précédente dans la mesure où elle intègre le contrôle indirect (prises de participations financières), que celui-ci soit majoritaire ou non, donnant un droit de regard sur d'autres firmes ;

— **La définition large.** F. BAVAY et D. BEAU (1989) définissent la croissance externe comme *“une union partielle ou totale de moyens (matériels, humains, financiers, ...) mise en œuvre par chacune des parties pour développer leur activité”*. Elle peut prendre trois formes principales :

---

(1) L'utilisation du terme “motif” trouve son explication dans le choix, fait par les auteurs étudiés, de ce qualificatif bien que sa connotation juridique en restreigne implicitement le sens. Pour notre part, nous lui avons préféré le terme “motivation” dont le contenu est plus dense et plus ouvert.

- des transferts irréversibles d'actifs entre les partenaires dans le cadre d'apports partiels, d'absorptions ou de fusions ;
- l'instauration de relations patrimoniales (fondées sur des prises de participations financières) entre les firmes impliquées dans le rapprochement ;
- des accords d'union contractuelle, tels que les accords de distribution, de production, de contrats de recherche en commun ou des unions commerciales

La dernière forme de croissance externe évoquée concerne en réalité une modalité de croissance à part entière, l'alliance/la coopération, dont les caractéristiques empruntent conjointement aux croissances interne et externe.

**Parallèlement, le concept de croissance externe peut être envisagé selon deux démarches différentes comme le souligne A. Bienaymé (1973) :**

— **Une démarche macro-économique** : la croissance externe est perçue comme un instrument de la concentration du tissu économique. On s'intéresse principalement à la répartition du pouvoir économique et à sa concentration par secteur. Les réflexions induites par cette problématique portent aussi sur l'influence des formes de la croissance (interne ou externe) sur le bien-être social, la politique de la concurrence et la décision publique<sup>(2)</sup>. Cette démarche considère l'entreprise comme un agrégat en contact avec le marché, le critère de taille étant déterminant ;

— **Une démarche micro-économique** : la croissance externe est l'une des modalités de croissance et de naissance des entreprises. Dans ce cadre, elle peut être abordée selon trois problématiques :

---

(2) On peut se reporter à F. JENNY et A.P. WEBER (1976) pour avoir une analyse des relations entre concentration et politique de la concurrence ainsi qu'à A. JACQUEMIN (1979) qui analyse les liens entre les objectifs des entreprises et les politiques anti-trust dans le cadre européen.

- La théorie financière : la croissance externe est un instrument contractuel qui s'appuie sur une maximisation du couple rentabilité/risque ;
- La théorie des organisations : *“la fusion est le regroupement ou la synthèse de deux ou plusieurs organisations. Il y a fusion lorsque l'intégration des organisations est telle qu'il est impossible de les distinguer à l'avenir”* (C. MARMUSE, 1976) ;
- L'analyse stratégique : *“la diversification représente une des alternatives de développement envisageables par les responsables d'une activité ou d'un groupe d'activités de l'entreprise dans la mesure où ils sont les décideurs en matière de stratégie”* (P. VERY, 1991).

La multiplicité des formes et des concepts de la croissance externe ne facilitent pas son observation et son analyse. Les 7 contributions majeures présentées par le tableau n° 4 soulignent la diversité des recherches entreprises sur la croissance externe française sur le plan des champs d'investigation.

TABLEAU n° 4 : LA SYNTHÈSE DE 7 CONTRIBUTIONS MAJEURES SUR LA CROISSANCE EXTERNE FRANÇAISE.

Auteurs	Domaine de référence	Objectif(s)/Hypothèse(s)	Echantillon	Variables	Méthodologies	Résultats
P.Y. HENIN (1971).	Analyse stratégique	Mesurer l'influence du mode de croissance choisie (croissance externe) sur la performance des stratégies d'entreprise	Un échantillon de 69 entreprises ayant réalisé au moins une opération de croissance externe de 1964 à 1969  Un échantillon témoin de 69 entreprises n'ayant réalisé aucune opération de croissance externe en France sur la même période	32 ratios <ul style="list-style-type: none"> <li>. Dimension et structures productives (4)</li> <li>. Productivité et coût de production (7)</li> <li>. Autres variables relatives à la structure productive et aux coûts (2)</li> <li>. Structure financière (6)</li> <li>. Politique financière (5)</li> <li>. Rentabilité (4)</li> <li>. Croissance (4)</li> </ul>	Régression linéaire multiple	<ul style="list-style-type: none"> <li>. Le recours à la croissance externe : <ul style="list-style-type: none"> <li>—diminue la rentabilité des entreprises</li> <li>—accélère la croissance mais dans la limite de l'effet automatique des absorptions sans accélération durable comme le suppose la réalisation de l'effet de synergie.</li> </ul> </li> <li>. Plus globalement il n'existe aucune supériorité du mode de croissance externe sur le mode de croissance interne.</li> </ul>
MARMUSE C. (1976).	Théorie des organisations	Tester les raisons du succès d'une fusion en prenant comme hypothèse qu'il dépend : <ul style="list-style-type: none"> <li>. de la compatibilité culturelle entre les deux entités fusionnées,</li> <li>. des mobiles et des modalités du rapprochement</li> <li>. de l'interpénétration des organisations (l'intégration)</li> </ul>	7 groupes français constitués grâce à des fusions de 1968 à 1973 : <ul style="list-style-type: none"> <li>. UAP</li> <li>. USINOR</li> <li>. GENERALE</li> <li>. SUCRIERE</li> <li>. PERRUSSON</li> <li>— ROHMER</li> <li>. PECHINEY</li> <li>UGINE</li> <li>KUHLMANN</li> <li>(P.U.K.)</li> <li>. ARJOMARI</li> <li>— PRIOUX</li> <li>. DMC</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— Interviews et dossiers de presse pour déterminer des profils d'intégration par rapport à : <ul style="list-style-type: none"> <li>— types d'activité</li> <li>— types de structure</li> <li>— styles de management</li> <li>— différence de tailles</li> <li>— distance géographique</li> <li>— potentiels de croissance</li> <li>— potentiels de management</li> <li>— position financière</li> <li>— négociation</li> <li>— mobiles</li> <li>— programmation</li> <li>— rentabilité</li> <li>— R&amp;D</li> </ul> </li> </ul>	Etudes cliniques	<ul style="list-style-type: none"> <li>. L'interpénétration des organisations fusionnées est une étape essentielle à la réussite de tout rapprochement.</li> <li>. Elle résulte des différences constatées dans les schémas de développement adoptés par les entreprises, de la relative incompatibilité de cultures ou de structures qui peuvent apparaître.</li> <li>. Elle nécessite une coordination très suivie des changements ayant fait l'objet d'une réflexion stratégique et d'une planification aussi précise que possible.</li> </ul>



<p>NAVATTE P. (1978 A,B,C)</p>	<p>Théorie financière</p>	<p>Découvrir sur le plan microéconomique les raisons de l'absorption de nombreuses entreprises françaises de 1962 à 1974, en mesurer les gains et les implications boursières. Pour ce faire 4 étapes ont été distinguées :</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Etude descriptive du mouvement de la croissance externe de 1950 à 1972.</li> <li>2. Etude des caractéristiques économiques et financières des firmes absorbantes et absorbées avant les opérations.</li> <li>3. Etude de l'aptitude des fusions et absorptions à dégager des gains (absorbantes et absorbées, post-opération).</li> <li>4. Etude des implications boursières des fusions et absorptions (absorbantes et absorbées, post-opération).</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 1594 entreprises cotées observées de 1950 à 1974.</li> <li>2. 216 entreprises cotées observées de 1962 à 1974 dont 71 absorbantes, 70 absorbées et 75 témoins.</li> <li>3. 90 entreprises observées de 1962 à 1972 dont 45 absorbantes et 45 témoins.</li> <li>4. Un échantillon de 76 entreprises absorbantes et de 74 absorbées de 1963 à 1974.</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 4 types d'acquisition (absorptions, absorptions de filiales, fusions, absorptions partielles et scissions)</li> <li>— 3 formes d'acquisition (horizontale, verticale, conglomérale)</li> <li>— date des opérations.</li> <li>2. Rentabilité, taille, croissance, liquidité, endettement, rapport des évaluations boursières et comptables mesurés sur les 3 années précédant l'opération d'absorption.</li> <li>3. Rentabilité, croissance, liquidité, endettement, mesurés de 2 ans avant à 3 ans après l'opération.</li> <li>4. Cours boursiers, Béta.</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Statistique descriptive.</li> <li>2. Statistique descriptive et analyse discriminante.</li> <li>3. Tests de moyenne, régression multiple, classification.</li> <li>4. Rendements anormaux, modèle de marché.</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 924 entreprises (sur 1594, soit 58%) ont réalisé au moins une opération de croissance externe. Les opérations d'absorption et d'absorption de filiales dominant (41,6% et 22,3%) ; elles sont principalement le fait d'une logique industrielle (horizontale 58%, verticale 18%) et trois phases ont été distinguées : <ul style="list-style-type: none"> <li>. 1950-1964 : faible intensité de la croissance externe menée par des entreprises de taille modeste.</li> <li>. 1965-1971 : intensification de la croissance externe avec de grandes réorganisations au niveau des groupes leaders et des secteurs industriels où se créent des situations de position dominante.</li> <li>. 1972-1974 : ralentissement et retour à des opérations dirigées par des entreprises de taille modeste</li> </ul> De plus, apparition d'opérations internationales.</li> <li>2. Les absorptions ne sont pas une action d'une gestion inefficace (la rentabilité ne varie pas), ni dues à une sous-évaluation des entreprises absorbées. Il existe une relation inverse entre le taux de croissance et la fréquence d'absorption. L'auteur enregistre un échec des tentatives de prévisions et le seul caractère véritablement discriminant est la taille, les entreprises absorbantes sont plus importantes que les entreprises cibles.</li> <li>3. On constate en termes de rentabilité une augmentation globale de 12% qui correspond à 20% de réussites, 15% d'échecs, et 65% de mitigés. De plus, cet accroissement s'est accompagné d'une augmentation notable du risque. Les entreprises absorbantes très rentables ont régressé et inversement. Cette amélioration n'est pas due à la seule économie de coûts mais aussi à l'acquisition d'un pouvoir de domination sur le marché.</li> <li>4. La rentabilité boursière et le risque restent faibles pour les entreprises absorbantes et l'augmentation de la rentabilité pour les entreprises absorbées est compensée par l'accroissement du risque.</li> </ol>
------------------------------------	---------------------------	--	--	---	---	--

<p><b>PATUREL R.</b> (1978).</p>	<p>Analyse de la concentration</p>	<p>Mesurer l'influence quantitative de la croissance externe sur la croissance des entreprises.</p>	<p>Deux échantillons issus de la population des 400 plus grandes entreprises françaises:          . n° 1 : 53 sociétés observées de 1966 à 1973.          n° 2 : 71 sociétés observées de 1968 à 1971</p>	<p>. Part de la croissance externe dans la croissance totale.          . Financement de la croissance externe interne ou externe (6 variables).          . Croissance externe française ou étrangère          . Secteurs d'activité.</p>	<p>. Questionnaires (échantillon n° 1)          . Statistique descriptive (échantillons n° 1 et 2)</p>	<p>. La croissance externe représente en moyenne 20% de la croissance totale. Elle est essentiellement française (85%) et horizontale (84%).          Tous les secteurs utilisent la croissance externe de façon positive (achat ou négative (vente) mais le degré d'utilisation varie totalement d'une activité à l'autre.</p>
<p><b>ALLOUCHE J.</b> (1981).</p>	<p>Analyse stratégique</p>	<p>Rechercher dans les caractéristiques des firmes concernées par la croissance externe (observées avant et après opération) les motifs du choix de ce mode de croissance et de son efficacité. Pour ce faire, 3 étapes ont été distinguées :          1. Etude du mouvement de la croissance externe en France de 1959 à 1979.          2. Etude des motifs de la croissance externe et de l'efficacité de la croissance externe.</p>	<p>1. 3588 opérations de croissance externe de 1959 à 1979.          2. 602 entreprises françaises observées de 1966 à 1976 dont 79 absorbantes, 43 absorbées et 480 témoins.</p>	<p>1. Nature du transfert d'actifs (fusion, absorption, apport partiel).          . Capital social          . Montants de l'actif de l'absorbée, des actifs nets transférés, de l'augmentation de capital et de la prime de fusion          2 types de logiques :          — Restructuration (remembrement, regroupement)          — Economique (horizontale, verticale, conglomérale)          — Dates des opérations.          2. 61 ratios :          . dimension (5)          . structure productive (6)          . structure financière (7)          . politique financière (8)          . politique de répartition (6)          . croissance (6)          . efficacité (7)          . rentabilité (16)          mesurés de 7 ans avant l'opération à 7 ans après l'opération.          — Appartenance sectorielle</p>	<p>1. Statistique descriptive.          2. Statistique descriptive          — analyse de variance          — régression multiple          — analyse en composantes principales.          — classification hiérarchique ascendante.</p>	<p>1. Six périodes ont été distinguées : (1959/1962, 1963/1966, 1967/1970, 1971/1973, 1974/1976, 1977/1979) avec un pic pour la période 1967/1970.          7 caractéristiques se dégagent du mouvement d'ensemble :          — Une double stratégie de restructuration : regroupements (48%) et remembrement (52%)          — Des modalités d'apports très variées : absorption de filiales (40%), apports partiels (25%), absorptions (24%), fusions (10%)          — Prédominance des opérations horizontales (62%)          — Des secteurs très inégalement concernés          — La croissance externe est un mécanisme à répétition.          — L'insertion de la croissance externe dans la stratégie des entreprises s'affirme.          2. — La taille des opérations est très inégale.          — Les firmes absorbées et absorbantes présentent des caractéristiques spécifiques identifiables plusieurs années avant l'opération, ce qui ouvre la voie à la prévision des opérations.          — Il existe différents types de stratégies qui se concrétisent par une opération de croissance externe, ce qui confirme les hypothèses théoriques de multiplicité des motivations.          — Le bilan de la croissance externe est positif à la fois économiquement et socialement.</p>

<p>F. BAVAY et D. BEAU (1989).</p>	<p>Analyse stratégique</p>	<p>Mesurer la place prise par la croissance externe dans les stratégies de développement des entreprises(1) et leur impact sur les performances et les structures des firmes qui l'ont pratiquée(2).</p>	<p>1. 5228 entreprises de l'industrie, du bâtiment génie civil et agricole, observées de 1980 à 1988. 2. 1086 entreprises observées de 1981 à 1988 dont 543 ayant pratiqué la croissance externe et 543 témoins.</p>	<p>1. Fonds consacrés à la croissance externe mesurés chaque année : · croissance externe/ valeur ajoutée · montant moyen des transactions · croissance externe/ investissements productifs. · taille des entreprises (effectifs). · Fréquence des opérations. · Nature des opérations (fusions-absorptions, prises de participations). 2. 17 ratios financiers mesurés entre 1981 et 1988 représentatifs des compor- tements économiques et financiers.</p>	<p>1. Statistique descriptive 2. — Tests de moyenne — Analyse discrimi- nante — classification ascendante hiérarchique</p>	<p>1. Une brutale accélération de la croissance externe de 1986 à 1988 succède à une période relativement calme (1980-1985) avec une propension marquée pour les prises de participation sans pour autant qu'il y ait une désaffection pour la croissance interne. Le mouvement est très hétérogène selon les secteurs d'activité. 2. Les résultats obtenus confirment la singularité des performances des entreprises qui recourent à la croissance externe et l'impact positif des acquisitions. Mais, ils mettent également en évidence l'importance des risques qui lui sont associés. Les effets positifs ne sont manifestes que chez celles qui présentaient les profils les plus performants en début de période et cette évolution n'a été obtenue qu'en fin de période. Les résultats sont aussi nuancés par l'appartenance sectorielle et la taille (les PME sont moins aptes à la croissance externe).</p>
--	--------------------------------	--	--	--	--	---

<p><b>POTTIER C. (1989, 1992)</b></p>	<p>Analyse de la concentration</p>	<p>Analyse de la croissance externe comme moyen privilégié de la mobilité du capital dans le contexte de crise et de mondialisation de l'économie.</p>	<p>10 plus grandes entreprises françaises observées de 1983 à 1989 :          . CGE (AL-CATEL-ALSTHOM)          . ELF AQUITAINE          . RHONE-POULENC          . THOMSON          . SCHNEIDER          . SAINT-GOBAIN          . TOTAL CFP          . RENAULT          . MICHELIN          . PEUGEOT          (Elles représentent 1/3 de l'industrie française)</p>	<p>. Intensité de la croissance externe.          . Structure d'activité (indice Herfindhal)* géographique de la croissance externe.          . Taux de marge des acquisitions.          . Endettement des 10 groupes.</p>	<p>. Monographies          . Statistique descriptive</p>	<p>. La croissance externe a entraîné un changement notable de la structure d'activité pour cinq groupes (CGE, THOMSON, ELF AQUITAINE, SAINT-GOBAIN, RHONE-POULENC), un bouleversement de la structure d'activité pour SCHNEIDER et aucun changement pour RENAULT et TOTAL CFP, PEUGEOT et MICHELIN, n'ont procédé à aucune cession ou acquisition importante.          . La croissance externe en France est surtout liée à des transferts d'activité entre grands groupes par le biais de cession et acquisition.          . La croissance externe apparaît comme le fait de deux mouvements principaux :          —la croissance externe vers les Etats-Unis et secondairement vers le reste de l'Europe est le moyen d'une spécialisation de l'activité et d'une mondialisation.          . La croissance externe en France a deux fonctions principales : soit préparer la spécialisation/mondialisation, soit permettre une diversification.          . Les taux de marge des activités acquises évoluent de façon mitigée et ils sont très influencés par le cycle sectoriel et le degré de protection des marchés.          . La situation financière des groupes a évolué de façon divergente.</p>
---	------------------------------------	--	--	--	--	---

(\*) L'indice de Herfindhal varie de 0 à 1, 1 = spécialisation maximale, 0 = diversification.

**Nous avons retenu les contributions de J. ALLOUCHE (1981) et F. BAVAY et D. BEAU (1989) pour dresser un panorama de l'évolution du mouvement de la croissance externe de 1959 à 1988 (1.1.1.) ainsi que de ses motifs et de son efficacité (1.1.3.). Ce choix s'explique par trois raisons :**

— Ces deux recherches relèvent du champ de l'analyse stratégique et intègrent les aspects organisationnels et financiers, ce qui les apparente à notre propre démarche ;

— Elles sont cohérentes dans le temps (1959/1979 et 1980/1988) et la proximité de leurs choix méthodologiques permet de brosser un panorama constructif et exhaustif de la croissance externe française comparable avec le mouvement des OPA sur une période similaire ;

— Ce choix ne dispense pas de compléter les enseignements de ces deux travaux généralistes par d'autres études aux contenus plus spécifiques et dont les périodes d'observation respectives ne permettaient pas la juxtaposition dans le temps ;

Afin d'étudier le mouvement de la croissance externe française de 1959 à 1988, trois items seront envisagés successivement :

- l'observation statistique (1.1.1.);
- les motivations théoriques (1.1.2.);
- les motifs et l'efficacité constatés (1.1.3.).

**1.1.1. La croissance externe française de 1959 à 1988 est caractérisée par des vagues successives et des traits communs à l'ensemble de la période.**

#### 1.1.1.1. L'étude de la période 1959-1979 (J. ALLOUCHE - 1981)

L'étude de J. ALLOUCHE (1981) s'appuie sur l'observation de 3588 opérations<sup>(3)</sup> de croissance externe repérées au B.A.L.O.<sup>(4)</sup> de 1959 à 1979. Dans le cas présent, la croissance externe s'identifie à la vision restrictive de A. LABOURDETTE (1989).

---

(3) En réalité cette étude complète de façon homogène les investigations initiales de JENNY & WEBER (1975) sur 2049 opérations enregistrées de 1959 à 1969 par l'observation de 1539 opérations de 1970 à 1979.

(4) Bulletin des Annonces Légales Obligatoires : l'inscription au B.A.L.O. de l'ensemble des projets de fusions ou scissions avec l'évaluation des actifs et passifs transférés est obligatoire pour les firmes cotées en bourse dont le total du bilan excède 10 millions de F.

A. *L'étude chronologique met en évidence des vagues successives*

L'exploitation de ces données a permis de dégager un profil statistique de la croissance externe de 1959 à 1979 : tableau n° 5.

TABLEAU n° 5 : L'EVOLUTION ANNUELLE DES OPERATIONS DE CROISSANCE EXTERNE (1959-1979)

ANNEE	NOMBRE D'OPERATIONS ANNUELLES	ACTIFS NETS TRANSFERES (en milliards de Francs 1979)
1959	114	1,27
1960	137	3,04
1961	160	9,57
1962	165	1,67
1963	230	2,19
1964	167	2,22
1965	174	4,64
1966	191	9,97
1967	233	9,32
1968	220	15,48
1969	258	14,43
1970	223	13,45
1971	178	29,10
1972	212	7,91
1973	187	8,98
1974	131	13,69
1975	142	5,22
1976	113	14,00
1977	140	17,86
1978	85	8,49
1979	128	19,51

Source : J. ALLOUCHE (1981)

On distingue six vagues successives de restructuration du tissu industriel :

— **1959 - 1962** : La restructuration des entreprises s'accélère à la suite de l'application du Traité de Rome ;

— **1963 - 1966** : La progression régulière du mouvement de croissance externe est le fait de l'élimination totale des barrières douanières au sein de la C.E.E. de la préparation du Vème Plan et de la mise en place d'un plan de stabilisation de l'économie en 1963 ;

— **1967 - 1970** : Sous l'impulsion de l'Etat, on constate une forte accélération du mouvement de croissance externe destinée à favoriser la création d'entreprises de dimension internationale ;

— **1971 - 1973** : Le ralentissement sensible des opérations est compensé par quelques grosses opérations dans la continuité du Vème Plan ;

— **1974 - 1976** : Cette période se caractérise à la fois par un ralentissement accentué et par une modification de la nature des opérations ; à la suite des difficultés économiques externes et internes, les réorganisations et remembrements prédominent ;

— **1977 - 1979** : Les opérations sont peu nombreuses mais de grande envergure à la suite de choix liés essentiellement à l'environnement international et à l'assainissement financier des entreprises.

P. NAVATTE (1978), pour sa part, a distingué 3 périodes :

— **1950 - 1964** : L'intensité de la croissance externe est faible et principalement le fait d'entreprises de taille modeste ;

— **1965 - 1971** : L'intensification de la croissance externe est due à de grandes réorganisations des groupes leaders et des secteurs industriels où se créent des positions dominantes ;

— **1972 - 1974** : Le ralentissement progressif de la croissance externe est liée au retour à des opérations dirigées par des entreprises de taille modeste. Néanmoins, des opérations internationales voient le jour.

**On note la similarité des mouvements enregistrés avec l'intensification du mouvement à la fin des années 70, puis son ralentissement progressif.**

*B. Néanmoins des mouvements fondamentaux  
caractérisent l'ensemble de la période.*

Au delà d'un simple compte-rendu chronologique de la période 1959-1979, cette étude a permis de mettre en évidence des évolutions qui caractérisent l'ensemble de la période :

- Le processus de croissance externe connaît une augmentation régulière et rapide jusqu'en 1974 puis se ralentit jusqu'à la fin de la période ;
- La croissance externe s'insère dans la stratégie des entreprises comme un mécanisme à répétition ;
- Les opérations d'absorption prédominent par rapport aux fusions et apports partiels comme l'indique aussi P. NAVATTE (1978) pour la période 1950-1974 ;
- La part des opérations horizontales est prédominante (par rapport aux opérations verticales et conglomérales) ; ce point est confirmé par les études de P. NAVATTE (1978) et R. PATUREL (1978) pour les périodes 1950-1974 et 1966-1973 qui obtiennent respectivement 58 et 84 % d'opérations horizontales ;
- La répartition sectorielle des entreprises absorbantes (et des opérations) est très inégale, ce qui tend à indiquer que l'appartenance sectorielle n'est pas indifférente à la pratique de la croissance externe. R. PATUREL (1978) parvient à des conclusions identiques pour la période 1966-1973 ;
- La taille moyenne des opérations, des entreprises absorbantes et absorbées s'est accrue entre 1959 et 1979.

**J. Allouche (1981) explique ces caractéristiques générales au moyen de trois éléments :**

- **la croissance externe répond simultanément à l'ouverture des frontières et au déclin du marché colonial ;**
- **la croissance externe est le fruit d'une politique volontariste et délibérée des pouvoirs publics ;**
- **la croissance externe est un instrument privilégié de la stratégie des groupes industriels.**



### 1.1.1.2. L'étude de la période 1980-1988 (F.BAVAY et D.BEAU - 1989)

MM. F. BAVAY et D. BEAU (1989) se sont proposés d'étudier la croissance externe à partir d'un échantillon de 5228 entreprises adhérentes à la Centrale de Bilans de la Banque de France et observées de 1980 à 1988<sup>(5)</sup>. La croissance externe est appréciée de façon plus large que dans l'étude précédente puisque les prises de participation sont incluses.

*A. Une brutale accélération du mouvement de la croissance externe à partir de 1986 succède à une période relativement calme.*

Le total des ressources consacrées à la croissance externe exprimé en pourcentage de la valeur ajoutée (tableau n° 6), permet de dresser un profil statistique de la croissance externe de 1980 à 1988 et de distinguer deux périodes, de 1980 à 1984-85 et 1986 à 1988.

TABLEAU n° 6 : L'EVOLUTION ANNUELLE DES OPERATIONS DE CROISSANCE EXTERNE (1980-1988)

ANNEE	CROISSANCE EXTERNE/VALEUR AJOUTEE (EN %)
1980	4,26
1981	3,04
1982	3,00
1983	2,17
1984	2,63
1985	2,86
1986	5,59
1987	7,43
1988	8,36

Source : F. BAVAY et D. BEAU (1989)

---

(5) Pour l'année 1988, les données ne portent que sur 3392 entreprises.

### 1980 - 1985

**Les années 1980 à 1985 se caractérisent par un recours modéré à la croissance externe** avec un creux enregistré en 1983 (2,17 % de la valeur ajoutée, tableau n° 6). Les entreprises cherchent à consolider leur position et adoptent des stratégies de recentrage mais l'intensité reste variable selon les secteurs d'activité.

Les chroniques de R. PATUREL (1981, 1982, 1983, 1984, 1987) portant sur la restructuration des entreprises françaises pendant les années 1980, 1981, 1982, 1983 et 1985 permettent de confirmer et de préciser les constatations de l'étude F. BAVAY et D. BEAU (1989). En effet, quatre conclusions majeures s'en dégagent :

- La plupart des opérations de croissance externe s'intègrent dans des stratégies de consolidation ;
- La raréfaction des opérations de croissance externe n'est pas imputable à une désaffection vis-à-vis de ce mode de croissance, mais à un ralentissement de la croissance des entreprises ;
- La consolidation s'appuie sur une internationalisation des activités ;
- A la suite des nationalisations de 1982, le secteur public a l'initiative d'une grande part des opérations de regroupement (25 % en 1982, 49 % en 1984).

Enfin, l'évolution des années 1980 à 1985 est en accord avec les constatations de J. ALLOUCHE sur les années 1977-1979 qui notait un ralentissement marqué des opérations de croissance externe.

### 1986 - 1988

**Les années 1986 à 1988 marquent une profonde rupture avec l'évolution des années antérieures caractérisée par une accélération brutale du mouvement de la croissance externe.** Des opérations de grande ampleur expliquent pour une large part ce phénomène. Toutefois, si la progression de la croissance externe est beaucoup plus soutenue pour les grandes entreprises, elle est également perceptible chez les PME. L'hétérogénéité sectorielle de la croissance externe s'affirme une nouvelle fois lors de cette période de croissance.

*B. Mais, à l'instar de la période 1959-1979, des mouvements fondamentaux caractérisent la période 1980-1988*

On retient quatre éléments représentatifs de l'évolution du mouvement de la croissance externe de 1980 à 1988 :

— La croissance externe est essentiellement le fait des grandes entreprises. L'étude réalisée par C. POTTIER (1989-1992) sur les 10 plus grandes groupes industriels français de 1983 à 1989 le confirme<sup>(6)</sup> ;

— La croissance externe génère un effet d'expérience : les 963 entreprises (1/5 de l'échantillon) qui ont réalisé au moins cinq opérations sur la période sont à l'origine d'environ 95 % des investissements ;

— Les prises de participation sont la modalité prépondérante de la croissance externe;

— Il ne semble pas qu'il y ait eu substitution d'investissements physiques par des investissements financiers même si la part relative de la croissance externe (par rapport à la croissance interne) s'est considérablement renforcée ;

— L'internationalisation de la croissance externe (B. BESCH et G. GUIEU - 1991, et C. POTTIER - 1989,1992)<sup>(7)</sup>

---

(6) Il note que la croissance externe en France est surtout liée à des transferts d'activité entre grands groupes par le biais de cessions d'activité. Par ailleurs, la croissance externe a entraîné un bouleversement de la structure d'activité de SCHNEIDER et un changement notable pour cinq autres (sur 10) : CGE, THOMSON, ELF-AQUITAINE, SAINT-GOBAIN, RHONE POULENC.

(7) Les deux études de B. BESCH & G. GUIEU (1991) et C. POTTIER (1989, 1992) soulignent l'internationalisation croissante des stratégies des entreprises françaises sans pour autant que l'ensemble des branches d'activité soient concernées. C'est plutôt les secteurs dynamiques qui s'inscrivent dans ce mouvement au contraire des secteurs en déclin. La croissance externe vers les Etats-Unis et secondairement vers le reste de l'Europe est le moyen d'une spécialisation de l'activité et d'une mondialisation.

1.1.1.3. Les éléments caractéristiques de la croissance externe déduits de l'observation de la période 1959-1988 sont confirmés par les évolutions récentes et les perspectives de celle-ci.

La complémentarité relative des études de J. ALLOUCHE (1981) et F. BAVAY & D. BEAU (1989) a permis d'observer de façon linéaire le mouvement de la croissance externe française de 1959 à 1988, et de mettre en évidence des éléments caractéristiques de celle-ci :

— **L'intensité de la croissance externe est directement corrélée avec la conjoncture économique :**

- 1959-1974 : croissance économique forte et augmentation régulière de la croissance externe ;
- 1974-1984/5 : croissance économique faible et régression/stagnation de la croissance externe ;
- 1985/6-1988 : croissance économique forte et accélération de la croissance externe.

— **L'intensité de la croissance externe diverge selon les secteurs d'activité et évolue au sein de chacun d'entre eux.**

— **La croissance externe ne semble pas exclusive de la croissance interne mais plutôt complémentaire.**

Les évolutions récentes semblent confirmer ces éléments :

— *“L'effort de développement par croissance externe s'est poursuivi en 1989”* (D. BEAU et J.C. SANANES, 1990) ;

— Les années 1990 et 1991 se caractérisent pas une accentuation du mouvement de croissance externe. Celles-ci privilégient les opérations de restructuration internationales (56 % en 1990 et 44 % en 1991) et les stratégies de développement horizontales. Le rôle des pouvoirs publics au travers de l'hyper-groupe étatique demeure important et stable avec un poids de 20 % dans l'ensemble des opérations pour 1990 et 1991 (R. PATUREL, 1991 et 1992) ;

— La diminution des opérations de croissance externe à partir de la fin 1991 correspond à un ralentissement de la croissance économique qui se poursuit depuis lors.

### 1.1.2. La complémentarité des motivations théoriques de la croissance externe et des variables d'environnement permet d'accéder à une compréhension globale du phénomène.

Les motivations de la croissance externe peuvent s'appréhender de deux façons complémentaires selon la démarche adoptée :

- Une connaissance de la (des) logique(s) du phénomène qui est étayée par des motivations théoriques (1.1.2.1.) ;
- Une compréhension conjoncturelle qui s'appuie sur des variables d'environnement (1.1.2.2.) ;

La combinaison de ces deux approches permettra d'analyser globalement le mécanisme de la croissance externe.

#### 1.1.2.1. Les motivations théoriques

Deux conceptions théoriques de la croissance externe cohabitent pour comprendre ses motivations :

- la théorie de l'efficience (1.1.2.1.1.) ;
- la théorie de l'agence (1.1.2.1.2.).

##### 1.1.2.1.1. *la démarche de l'analyse stratégique : la théorie de l'efficience*

Selon I. ANSOFF (1989), "*Le management stratégique consiste à :*

- *formuler des stratégies*
- *organiser les compétences de l'entreprise*
- *organiser la mise en œuvre de ces stratégies et compétences.*"

Lorsqu'une entreprise met en œuvre sa stratégie et ses compétences dans le cadre de son développement, elle est amenée à arbitrer entre différents moyens stratégiques :

- la croissance interne
- la croissance externe
- la coopération (les alliances), intermédiaire entre la croissance interne et externe.

**La théorie de l'efficienc e justifie le choix du moyen adéquat : plus le degré de synergie recherché sera élevé (stratégies de spécialisation), plus la croissance interne sera préférée à la croissance externe et inversement (stratégies de diversification). Cette dernière règle souffre de nombreuses exceptions comme l'indique J. ANSOFF (1989). D'une part, avec une synergie recherchée élevée, on préfère néanmoins la croissance externe dans cinq cas :**

- Quand les besoins de l'entreprise ou l'instabilité du marché exigent une entrée rapide ;
- Quand l'entreprise a besoin, on trouve l'occasion de s'attacher une direction compétente ;
- S'il lui faut absolument élargir ses capacités (internationalisation) ;
- Si acquérir un produit déjà développé lui coûte moins cher que de le fabriquer elle-même ;
- Quand le secteur est mûr et que la stabilisation des parts de marché est telle que la croissance externe est la seule solution au développement.

D'autre part, avec une synergie recherchée faible ou nulle, on préfère néanmoins la croissance interne dans quatre cas :

- Quand le facteur temps est sans importance ;
- Quand la demande est naissante ;
- S'il n'existe pas de possibilité de croissance externe ;
- Si le ratio cours/bénéfice est trop élevé.

*“Le choix entre ces deux modes dépend donc d'abord de critères objectifs : urgence du mouvement stratégique à entreprendre, importance et nature des barrières à la mobilité, maturité du secteur et capacité financière, humaine et technologique de l'entreprise.”*  
(STRATEGOR 1988)

On constate donc que si la théorie de l'efficienc e permet d'accéder à une compréhension supérieure des motivations de la croissance externe, il convient toutefois de contingenter cette approche afin de l'opérationnaliser. A. LABOURDETTE (1989) nous indique, à ce propos, qu' *“il semble plus utile d'examiner les situations où il y a réellement choix entre les deux stratégies (croissance externe et croissance interne) : cela arrive lorsque l'on veut entrer sur le marché ou y renforcer ses positions”*.

## A. *Le renforcement de la position de marché*

*“Le choix de la croissance externe s’explique par la recherche du renforcement rapide de la position de marché de l’entreprise”* (D. BEAU et J.C. SANANES, 1990). Cette recherche peut prendre deux formes différentes :

- l’acquisition horizontale (stratégie de spécialisation) ;
- l’acquisition verticale (stratégie d’intégration).

Dans les deux cas, le degré de synergie recherché demeure élevé. A. JACQUEMIN, P. BUIGUES & ILZKOVITZ (1989) distinguent 4 types d’avantages potentiels liés aux opérations de concentration par acquisition :

— **Les économies d’échelle** : *“ces économies proviennent des avantages de la division du travail au sein de l’unité de production, de l’étalement des coûts fixes, et de la mise en œuvre de longue séries de production”* ;

— **Le phénomène d’apprentissage** : *“il est procuré par l’expérience réalisée (ou l’accumulation de la production de biens et services)”* (Effet d’expérience) ;

— **Les économies de gamme** : *“la somme des coûts d’une production distincte de deux produits peut être supérieure au coût d’une production jointe de ces mêmes produits”* ;

— **La réduction des coûts de transaction** : *“l’internationalisation des activités au sein de grandes entreprises s’explique en partie par la volonté de réaliser les économies de coûts liées à la taille, ..., et la fusion est alors moins coûteuse, en termes de coûts de transaction, qu’une forme alternative telle la coopération ou la croissance interne”(8).*

Mais, ces avantages peuvent induire des inefficacités externes et internes. Les bénéfices engendrés par la grande dimension (économies d’échelle, apprentissage et économies de gamme) peuvent être contre-balançés par le pouvoir de monopole des entités constituées se traduisant par un contrôle du marché (collusion) et une hausse des prix soit, en conséquence, une baisse du bien-être social. Par ailleurs, l’internalisation des activités au détriment du marché peut conduire non pas à une réduction des coûts de transaction mais à une inefficacité interne caractérisée par le manque de flexibilité des entités fusionnées.

---

(8) On peut se référer à l’introduction générale qui propose une explication plus complète de l’internalisation des coûts de transaction.

## B. *L'entrée sur un nouveau marché*

L'entrée sur un nouveau marché intervient au cours de deux types d'acquisition :

- L'acquisition concentrique (stratégie de diversification s'appuyant sur une compétence particulière de l'entreprise - marketing, R & D, ... et/ou stratégie d'internationalisation) ;
- L'acquisition conglomerale (stratégie de diversification pure - financière).

Le degré de synergie recherché de ce type d'opération est plutôt faible et, a priori, favorable à la croissance externe, ce qui ne signifie pas qu'elle sera la plus performante.

**G. YIP (1982) et M. PORTER (1989) ont développé à ce propos, respectivement une modélisation de l'arbitrage croissance interne/croissance externe et une méthodologie du choix de la croissance externe.**

Selon G. YIP (1982), le choix entre les croissances interne et externe lors de l'entrée sur un nouveau marché est expliqué non seulement par des facteurs managériaux et financiers traditionnels mais aussi par l'existence ou non de barrières à l'entrée. A partir de ces deux catégories, G. YIP (1982) a construit un modèle explicatif de l'arbitrage entre croissance interne et externe qui s'articule autour de la structure du marché de l'entreprise cible et les caractéristiques de la firme initiatrice :

- La structure du marché est représentée par :
  - . le taux de croissance du marché ;
  - . la concentration du marché ;
  - . l'intensité capitalistique ;
  - . l'intensité publicitaire ;
- Les caractéristiques de l'entrant sont représentées par :
  - . la taille relative (par rapport à la cible) ;
  - . la taille absolue ;
  - . la diversification de ses activités ;
  - . la proximité sectorielle avec l'entreprise cible ;
  - . la compétitivité ;
  - . la motivation des dirigeants de la firme.



G. YIP a tenté de valider empiriquement son modèle explicatif à l'aide d'un échantillon de 59 firmes qui ont pénétré 31 marchés différents nouveaux pour elles de 1972 à 1978, dont 37 par croissance interne et 31 par croissance externe.

La méthodologie utilisée, régression multiple de la probabilité d'acquisition (variable binaire : 0 si croissance interne, 1 si croissance externe) par les variables de structure de marché et les caractéristiques de l'entrant, a confirmé l'essentiel des propositions de G. YIP (1982) avec un très bon R<sup>2</sup> (62 %) (tableau n° 7).

TABLEAU n° 7 : MARCHES, CARACTERISTIQUES DE L'ENTRANT, CROISSANCE INTERNE ET CROISSANCE EXTERNE.

Caractéristiques	Influence sur croissance interne*		Influence sur croissance externe*	
	prévue	vérifiée	prévue	vérifiée
<i>I. Facteurs de marché</i>				
. Taux de croissance				
— fort et durable	+	+	-	-
— faible	-	-	+	+
. Concentration	?	?	?	?
. Intensité du capital				
— forte	-	+	+	-
— faible	+	-	-	+
. Intensité de la publicité	?	?	?	?
<i>II. Caractéristiques de l'entreprise</i>				
. Taille	?	?	?	?
. Stratégies antérieures de diversification	-	-	+	+
. Proximité entre l'entrant et le secteur auquel il s'intéresse				
— forte	+	+	-	-
— faible	-	-	+	+
. Compétitivité de l'entreprise				
— forte	+	+	-	-
— faible	-	-	+	+
. Motivation des dirigeants				
— souci de défense	+	+	-	-
— préoccupation de croissance à long terme	+	?	-	?

Source : G. YIP (1982) et A. LABOURDETTE (1989)

\*+ : influence positive  
 - : influence négative  
 ? : influence indéterminée

Selon M. PORTER (1989), *“une stratégie d’entreprise ne peut réussir que si elle représente un véritable apport de valeur : pour les unités, en leur offrant des avantages tangibles susceptibles de compenser les coûts inhérents à la perte d’indépendance ; pour les actionnaires en leur proposant une diversification qu’ils ne sauraient eux-mêmes réaliser.”* La possibilité d’acquisition doit alors faire l’objet de trois tests afin de s’assurer de cette création de valeur :

— Un test d’attractivité : *“les secteurs retenus pour une diversification doivent être structurellement attractifs ou susceptibles de le devenir”* ;

— Un test de coût d’entrée : *“le coût d’entrée ne doit pas engager tous les profits à venir”* ;

— Un test du mieux-être : *“il faut que la nouvelle unité devienne plus compétitive par suite de son association à l’entreprise ou que l’avantage revienne à cette dernière”*.

L’étude empirique de M. PORTER (1989) portant sur la politique d’investissement de 33 très grandes entreprises américaines de 1950 à 1986, montre que ces entreprises se sont défaites en moyenne de plus de la moitié de leurs acquisitions dans les industries nouvelles (diversification concentrique) et de plus de la moitié de leurs acquisitions dans les secteurs entièrement nouveaux (diversification pure) pour des acquisitions avant 1975 et 1980, ce qui montre l’importance du risque attaché à la croissance externe.

Par ailleurs, les caractéristiques sectorielles occupent une place déterminante dans les analyses de G. YIP (1982) et de M. PORTER (1989), ce qui s’accorde avec l’observation de la croissance externe française de 1959 à 1988 où, tour à tour, des secteurs sont particulièrement sensibles à cette forme de croissance. Ainsi, B. GRAND (1990) distingue deux catégories à l’intérieur des motivations industrielles : les synergies (théorie de l’efficacité) et les incitations sectorielles qui seraient essentiellement sensibles au cycle de vie du secteur.

### C. *La croissance externe et le cycle de vie sectoriel*

*“Si l’on étend la notion de cycle de vie du produit au secteur qui le fabrique, on peut parler de secteur jeune, en croissance, à maturité ou en déclin, ..., et il est possible de distinguer deux phases particulièrement bénéfiques à la croissance externe. Il s’agit de la phase de maturité et de celle de croissance de secteur”* (B. GRAND, 1990).

En effet, en phase de maturité, la concentration du secteur est favorable à la croissance : *“la croissance par acquisition, ou plus largement par réunion, permet de ne pas déstructurer le secteur, donc de limiter les réactions concurrentes, elle ne surajoute pas de capacité de production. De plus, elle permet de bénéficier pleinement des effets d'apprentissage et elle est rapide à mettre en œuvre.”* (B. GRAND, 1990).

En phase de croissance, c'est la perturbation du secteur au sens de M. PORTER (1989) qui favorise les acquisitions dans la mesure où *“grossir est un impératif pour les firmes d'un secteur dispersé,..., où il existe des opportunités de regroupement, ..., et où le marché a tendance à augmenter rapidement”* (B. GRAND, 1990).

Sans infirmer ces conclusions, J.F. WESTON, K.S. CHUNG et S.E. HOAG (1990) envisagent de façon exhaustive les liens entre cycle de vie sectoriel et les acquisitions, et, postulent qu'en fait à chaque stade du cycle correspondent des types d'acquisition différents comme l'indique le tableau n° 8.

TABLEAU n° 8 : ACQUISITIONS ET CYCLE DE VIE SECTORIEL

Phase du cycle de vie sectoriel	Type d'acquisition
EMERGENCE	Lorsqu'un secteur est en phase d'émergence, la majorité des acquisitions sont concentriques ou conglomérales. Elles résultent de la volonté d'entreprises exerçant leur activité à l'intérieur de secteurs à maturité ou en déclin de se réorienter vers des activités présentant de fortes perspectives de croissance.
CROISSANCE	Les motivations des acquisitions sont similaires à la phase précédente et renforcées par des perspectives plus franches de croissance ainsi que des besoins en capitaux supérieurs induits par de forts taux de croissance.
MATURITE	Les acquisitions sont mises en œuvre afin de réaliser des économies d'échelle dans le cadre de la recherche, de la production et du marketing, mais aussi, pour bénéficier des coûts faibles et de la compétitivité d'autres firmes, nationales ou étrangères (acquisitions horizontales)
DECLIN	Des acquisitions horizontales assurent la survie de l'entreprise, des opérations verticales permettent d'accroître l'efficacité et les marges bénéficiaires, des opérations concentriques fournissent des opportunités de synergies et des stratégies conglomérales sont mises en œuvre sur la base des excédents de cash-flows afin de réorienter à terme l'activité.

Source : d'après J.F. WESTON, K.S. CHUNG, et S.E. HOAG (1990)

Une approche statistique favoriserait les deux dernières phases, les opérations présentant une ampleur financière beaucoup plus conséquente et masquant les transactions de moindre importance. Cela explique l'accent qui est souvent mis sur les deux dernières phases sans que cela remette en question les éléments objectifs présentés plus haut.

Ainsi qu'I. ANSOFF (1989) l'avait annoncé, la relation entre le degré de synergie et la forme de croissance souffre de nombreuses exceptions que deux éléments permettent de mieux comprendre :

- La nature du mouvement stratégique envisagé : entrée sur un nouveau marché ou renforcement de la position de marché ;
- Le cycle de vie sectoriel.

Cependant, la théorie de l'efficacité, même aménagée, ignore d'autres motivations essentiellement managériales que la théorie de l'agence permet de prendre en compte.

#### 1.1.2.1.2. *La démarche de la théorie financière : la théorie de l'agence*

**Dans l'optique de la théorie financière, l'entreprise est une concentration de contrats hiérarchisés dans un univers concurrentiel<sup>(9)</sup> comme l'indique P. BATTEAU (1989), on distingue trois catégories successives :**

- Les contrats qui lient entre eux les apporteurs de capitaux propres. La concurrence autour de ces contrats s'exerce sur des marchés financiers formels ou informels ;
- Les contrats qui établissent les relations entre les apporteurs de capitaux propres et les dirigeants. *“Cette relation d'agence apparaît dès qu'un particulier confie plus ou moins partiellement la gestion de ses propres intérêts à autrui”* (P. RAIMBOURG, 1989). La concurrence tient à l'existence de nombreuses équipes de direction aux compétences plus ou moins spécialisées et **susceptibles de remplacer une équipe au pouvoir plus particulièrement grâce aux fusions ;**
- Les contrats qui lient les dirigeants, agissant au nom des actionnaires, à l'ensemble des autres agents (salariés, apporteurs de fonds d'emprunts, de technologie, ...). La concurrence est garantie ici par l'existence d'un marché du travail, des marchés financiers et de nombreux marchés de biens et services.

---

(9) La théorie de l'agence s'est développée parallèlement à la théorie des coûts de transaction (R. COASE, 1937, et O.E. WILLIAMSON, 1975).

*“La principale conséquence de cette interprétation de l’entreprise, qui a de multiples avantages, est de taille : l’existence d’un décideur suprême au sommet de celle-ci n’est garantie que tant que les contrats fondamentaux font l’objet d’un consensus qui confère le pouvoir au décideur”* (P. BATTEAU, 1989). Si les **objectifs stratégiques choisis par les dirigeants ne satisfont pas à l’hypothèse de maximisation du profit, un conflit d’intérêt apparaît entre les dirigeants et les actionnaires qui peut être résolu grâce à un instrument coercitif : la menace puis l’exécution d’une prise de contrôle externe qui induit une modification des contrats fondamentaux**<sup>(10)</sup>.

Selon la théorie de l’agence, *“les décisions de restructuration externes qui touchent aux contrats fondamentaux (qui sont les décisions stratégiques en fait) ne peuvent être comprises et analysées sans référence aux mécanismes qui gouvernent les rapports entre les actionnaires et les équipes de direction concurrentes, via le marché financier au sens large, ..., le seul critère sur lequel il faut juger la qualité d’une décision stratégique et sa capacité à maintenir et à renforcer le consensus : c’est donc fondamentalement un problème d’équilibre de jeu de coalitions dans un environnement de marchés concurrentiels”* (P. BATTEAU, 1989).

**La résolution des problèmes d’agence est principalement liée aux offres publiques et non à la croissance externe en général, dans la mesure où l’offre publique est l’instrument privilégié de règlement de ces conflits ; c’est pourquoi cette problématique sera approfondie lors de l’étude des motivations propres aux offres publiques.**

Les démarches respectives des théories de l’efficacité et de l’agence divergent sur l’appréciation des motivations de la croissance externe sans pour autant que l’on puisse les opposer définitivement dans la mesure où elles ne se focalisent pas sur les mêmes éléments.

Cependant, le mouvement stratégique de la croissance externe n’est pas indépendant de la période de temps envisagée comme nous l’a montré l’observation de la croissance externe française de 1959 à 1988. De fait, celui-ci est influencé par des variables d’environnement.

---

(10) On peut se référer à M.C. JENSEN et R.S. RUBACH (1983) qui présente dans cet esprit le “Market of corporate control”.

### 1.1.2.2. Les variables d'environnement

Si les motivations théoriques permettent de mettre en évidence les différentes logiques du phénomène des offres publiques, et, ainsi, de les insérer dans des cadres explicatifs cohérents, la croissance externe est aussi influencée de façon déterminante par les conditions environnementales qui favorisent telle ou telle motivation théorique. Deux types de variables peuvent être relevées :

- des variables d'environnement conjoncturelles (1.1.2.2.1.) ;
- des variables d'environnement structurelles (1.1.2.2.2.).

#### 1.1.2.2.1. *Les variables d'environnement conjoncturelles*

**Si l'on s'inscrit dans une perspective temporelle, on constate que des éléments conjoncturels influent sur le mouvement de la croissance externe.** A titre d'illustration, on explique le développement des opérations de croissance externe, depuis 1986, par au moins quatre facteurs convergents :

— La restructuration des économies occidentales a conduit les dirigeants à redéfinir la stratégie de leurs entreprises. Ainsi, la plupart des stratégies de diversification mises en œuvre au cours des années 60 et 70 ont été abandonnée au profit de stratégies de métier plus adaptées au nouvel environnement concurrentiel. En conséquence, les "contours" des entreprises ont été et continueront d'être aménagés ;

— La faible croissance économique permet difficilement aux entreprises d'adopter une politique de croissance interne, c'est pourquoi la croissance externe est apparue comme un instrument de développement beaucoup plus efficace ;

— La pression consécutive à l'internationalisation des marchés impose aux entreprises l'implantation à l'étranger. La conquête de parts de marché par croissance interne s'avère particulièrement délicate en raison de barrières à l'entrée. D'autre part, celles-ci sont d'autant plus nombreuses que les produits sont mûrs. Par conséquent, l'acquisition d'entreprises locales est devenue un vecteur de pénétration beaucoup plus attrayant ;

— La déréglementation des marchés de capitaux, l'accomplissement du cadre législatif des rachats d'entreprises et l'apparition de nouveaux instruments financiers (Junk bonds, LBO...) ont favorisé la croissance externe en permettant aux entreprises d'acquérir plus aisément leurs consœurs et de financer ces opérations.

Ce dernier point s'apparente aussi aux variables d'environnement structurelles.

#### 1.1.2.2.2. *Les variables d'environnement structurelles*

**Des conditions socio-culturelles, propres à chacun des pays concernés, déterminent les comportements des acteurs et influencent le cadre législatif, ce qui conduit à une structure internationale différenciée du mouvement de la croissance externe.**

Ainsi la France occupe une place intermédiaire entre les pays anglo-saxons et les autres pays industrialisés tels l'Allemagne et le Japon. M. ALBERT (1991) oppose, à ce propos, deux conceptions du capitalisme : *“entre le modèle américain et le modèle rhénan, il y a toute la différence qui sépare le primat de l'actionnaire de celui de l'entreprise”*. Cette opposition se traduit par une mobilité du capital des sociétés beaucoup plus importante chez les anglo-saxons où les actionnariats sont beaucoup plus ouverts au contraire du modèle rhénan où l'actionnariat est fermé en raison, par exemple pour l'Allemagne, d'une prégnance des banques et des familles fondatrices.

La conjonction des éléments théoriques et environnementaux permet d'expliquer a posteriori les motivations de la croissance externe, qui s'appuyant sur un jugement objectif du mouvement stratégique à entreprendre doit conduire à une efficacité programmée et vérifiée. Plusieurs travaux empiriques ont été menés en France sur la période 1959-1988 afin de vérifier la validité de cette argumentation.

#### 1.1.3. Motifs et efficacité des opérations de croissance externe en France de 1959 à 1988 : la pluralité des motifs constatés ne nuit pas à une efficacité générale.

A l'instar de l'observation du mouvement de la croissance externe en France de 1959 à 1988, les études de J. ALLOUCHE (1981) et F. BAVAY et D. BEAU (1989) ont été utilisées pour dresser un panorama empirique des motifs et de l'efficacité de ces opérations et complétées par la recherche de P.Y. HENIN (1971), C. MARMUSE (1976), P. NAVATTE (1978 A, B, C) et C. POTTIER (1989, 1992).

### 1.1.3.1. L'étude de J. ALLOUCHE : 1966 - 1976

**J. ALLOUCHE (1981) se propose, tout d'abord, de détecter les caractéristiques propres des entreprises concernées (absorbées et absorbantes), de faire ressortir les causes majeures de ces opérations et d'analyser les stratégies mises en place à cet effet, puis, de mesurer les effets obtenus à la suite de l'opération du point de vue de la nouvelle entité et enfin, d'envisager la prévision de ces opérations.**

Pour tester les hypothèses liées à ces trois préoccupations principales, l'auteur utilise un échantillon de 602 entreprises françaises observées de 1966 à 1976, 79 entreprises absorbantes, 43 absorbées (de 1970 à 1976) et 480 témoins. Les données sont extraites de la Centrale de Bilans du CREDIT NATIONAL et couplées avec les résultats de l'enquête évoquée plus haut à partir des données du B.A.L.O.

61 indicateurs répartis en quatre catégories et 8 sous-catégories sont utilisés pour chaque entreprise et mesurés chaque année :

- la dimension (5)
- les structures :
  - . productive (6)
  - . financière (7)
- les politiques :
  - . financière (8)
  - . répartition (6)
- les performances :
  - . croissance (6)
  - . efficacité (7)
  - . rentabilité (16)

La mise en œuvre de la recherche s'articule autour de 3 questions auxquelles des réponses sont apportées par des méthodologies adaptées :

1. Existe-t-il des écarts entre les firmes à croissance externe et les autres ? : analyse des moyennes et de la variance ;
2. Comment ces écarts se manifestent-ils dans les comportements ? : modèles de régression multiples ;
3. Mêmes différentes des autres firmes, les firmes à croissance externe constituent-elles un ensemble homogène ? : analyse en composantes principales et classification



hiérarchique.

Cette cascade méthodologique est répétée pour l'analyse de chacune de préoccupations de l'auteur :

1. Les firmes absorbantes avant l'opération (1.1.3.1.1.) ;
2. Les firmes absorbées avant l'opération (1.1.3.1.2.) ;
3. Les opérations (1.1.3.1.3.) ;
4. Les firmes absorbantes après l'opération (1.1.3.1.4.).

1.1.3.1.1. *Les firmes absorbantes avant l'opération : les motifs qui sous-tendent la décision de croissance externe.*

On distingue les éléments caractéristiques du comportement des firmes absorbantes avant l'opération des motifs spécifiques des opérations d'absorption selon les familles d'entreprises.

A. *Le comportement des firmes absorbantes avant l'opération*

**Les firmes absorbantes se différencient effectivement des firmes témoins.** Cette différenciation, sensible trois ans avant l'opération, se caractérise par une situation relative défavorable imputable essentiellement à la contrainte d'utilisation du facteur travail : forte sensibilité aux charges sociales et effet négatif de cette sensibilité sur la rentabilité, l'efficacité et la croissance. Au contraire, ces firmes ont une politique active et dynamique d'investissement, des ressources disponibles élevées, un niveau d'intégration plus élevé. L'acquisition d'actifs d'occasion devient alors l'une des branches de l'alternative, l'autre étant la léthargie ou le dépérissement.

B. *Les motifs spécifiques des opérations d'absorption selon les familles d'entreprises*

L'utilisation de l'analyse multidimensionnelle a permis de dégager des motifs spécifiques à des groupes d'entreprises, ceux-ci privilégient les variables d'environnement, de dimension, financières, d'efficacité, et liées au mode d'appropriation. **La combinaison des différents motifs permet d'opposer des opérations défensives (les plus nombreuses) à des opérations offensives.** Les premières visent généralement à protéger l'entreprise en reculant le champ des contraintes, les secondes sont le fait d'entreprises leaders qui tentent d'accroître leur influence sur leurs secteurs d'activité.

#### 1.1.3.1.2. *Les firmes absorbées avant l'opération : les motifs supposés de la disparition des firmes par absorption*

##### A. *Le comportement des firmes absorbées avant l'opération*

**Les firmes absorbées se différencient effectivement des firmes témoins. Cette différenciation est sensible sept ans avant l'opération et se caractérise par une situation relative défavorable** imputable à la rigidité de la politique de rémunération du facteur travail, à un suréquipement et à une croissance ralentie qui débouchent sur une dégradation de l'efficacité et de la rentabilité, ce qui conduit à l'apparition de goulots d'étranglement : endettement, ressources propres, excédent de capacité et équipement obsolète. L'absorption est alors la seule solution satisfaisante pour les propriétaires qui ne veulent plus contribuer au redressement et est imposée par les nouveaux partenaires qui l'estiment indispensable afin de bénéficier des synergies potentielles. P. NAVATTE (1978, a, b, c) ne corrobore pas ces indications dans la mesure où il constate que les absorptions ne sont pas une sanction d'une gestion inefficace (la rentabilité ne varie pas) ni dues à une sous-évaluation des entreprises absorbées.

##### B. *Les motifs spécifiques de la disparition par absorption selon les familles d'entreprises*

Les principaux motifs spécifiques qui conduisent une firme à disparaître par absorption traduisent le poids des variables d'environnement, de taille, financières, d'efficacité, liées à la fonction de production, liées à la pénétration commerciale, liées à la position le long de la filière et au mode d'appropriation. La combinaison des différents motifs permet d'opposer les absorptions dont la décision est extérieure à la volonté de l'entreprise, aux absorptions dont la décision est le résultat d'une négociation entre dirigeants de l'absorbée et dirigeants de l'absorbante. Parmi les secondes, on peut distinguer celles qui résultent d'une volonté négative (la survie est impossible dans la situation présente) et celles qui résultent d'une volonté positive (il faut rechercher la complémentarité des appareils de production).

#### 1.1.3.1.3. *Les motifs des opérations*

La recherche d'un partenaire, constitutive de l'opération de croissance externe, ne s'effectue pas au hasard. Le motif général de la fusion des actifs repose sur le constat suivant : de dimension importante, une situation de concurrence moins contraignante et moins défavorable, la société absorbante va procéder à l'intégration des actifs de la société absorbée. **Les performances de l'absorbante sont en général moins satisfaisantes que celles de l'absorbée dans le**

**domaine de la rentabilité et de l'efficacité productive mais ses fonds propres lui confèrent une souplesse d'adaptation stratégique plus grande. A l'inverse, l'absorbée, en ne contrôlant pas ses coûts de production par unité produite obère ses capacités de survie autonome.**

L'analyse multidimensionnelle a permis de dégager les motifs spécifiques des opérations de croissance externe et d'isoler l'ensemble des stratégies (12) qui ont comme élément commun **la volonté de rattrapage par rapport aux concurrents.**

#### 1.1.3.1.4. *Les firmes absorbantes après l'opération : la confirmation de l'efficacité*

L'opération de croissance externe assure dans un premier temps le rattrapage des concurrents (2 à 3 ans), puis, dans un deuxième temps, leur distancement par les absorbantes (4 à 5 ans). Cette évolution est caractérisée par un triple effet : accélération de la croissance, progression de l'efficacité, redressement de la rentabilité. Enfin, l'effet de la croissance externe sur l'emploi ne se confond pas avec la réduction sensible des effectifs au cours des 2 à 3 premières années, car au bout de 5 années, le bilan emploi des absorbantes est supérieur à celui des témoins concurrents, dans 3 cas sur 4.

En conclusion, l'étude de J. ALLOUCHE (1981) de 1966 à 1976, a permis de mettre en évidence trois points principaux :

- Les firmes absorbées et absorbantes présentent des caractéristiques spécifiques identifiables plusieurs années avant l'opération, ce qui ouvre la voie à la prévision de ces opérations ;
- Il existe différents types de stratégies qui se concrétisent par une opération de croissance externe, ce qui confirme les hypothèses théoriques de multiplicité des motivations ;
- **Le bilan de la croissance externe est positif à la fois économiquement et socialement.**

Ce bilan positif a été nuancé par A. LABOURDETTE (1989). Il indique que "*cette conclusion doit être interprétée avec prudence : si elle est fréquente dans la littérature, elle n'est pas générale ; ensuite l'évolution de la part de marché, habituellement en diminution, amène à douter de sa validité ; enfin, contrairement à J. ALLOUCHE (1981), la plupart des chercheurs, s'ils sont prêts à accepter ou à discuter des effets de l'absorption pour la victime, s'entendent à reconnaître que la position de l'acquéreur se détériore*".

Ainsi, P. NAVATTE (1978-A) ne corrobore pas complètement les résultats de J. ALLOUCHE (1981). S'il constate une augmentation globale de la rentabilité des entreprises absorbantes de 12 % pour la période 1962 - 1974<sup>(11)</sup>, celle-ci correspond à 20 % de réussite, 15 % d'échecs et 65 % de mitigés. De plus, cet accroissement s'accompagne d'une augmentation notable du risque qui compense l'avantage obtenu.

De même, P. Y. HENIN (1971) constate une diminution de la rentabilité des entreprises absorbantes pour la période 1964-1969 et conclut qu'il n'existe aucune supériorité du mode de croissance externe sur le mode de croissance interne.

Ces résultats mitigés pour les entreprises absorbantes sont très certainement à mettre au crédit des difficultés engendrées par la mise en œuvre d'une interpénétration des organisations réussie comme l'a souligné C. MARMUSE (1976).

#### 1.1.3.2. L'étude de F. BAVAY et D. BEAU : 1981-1988

Cette étude cherche à déterminer si les traits dominants du comportement des entreprises ayant réalisé des opérations de croissance externe au cours des années 60 et 70, c'est-à-dire singularité des performances et impact positif des opérations d'achat sur celles-ci, se sont maintenus au cours de la période récente.

Pour ce faire, une analyse a été menée sur un échantillon de 1086 entreprises observées de 1981 à 1988, dont 543 entreprises ayant développé un programme d'acquisition et 543 entreprises témoins obtenues par pairage sectoriel et de taille.

---

(11) Cette amélioration n'est pas due à la seule économie de coûts mais aussi à l'acquisition d'un pouvoir de domination sur le marché qui, s'il est positif pour l'entreprise, peut être dommageable macro-économiquement (contraction de la concurrence).

Les données ont été constituées à partir de la Centrale de Bilans de la BANQUE DE FRANCE. La recherche s'est appuyée sur l'examen des valeurs des ratios représentatifs du comportement économique et financier des entreprises. Dix-sept d'entre eux ont été principalement utilisés :

- taux de variation du chiffre d'affaires élargi ;
- taux de variation de la valeur ajoutée ;
- coefficient de capital ;
- équipement par salarié ;
- taux d'investissement productif ;
- poids des BFR d'exploitation ;
- taux de marge brute d'exploitation ;
- rentabilité brute du capital d'exploitation ;
- taux d'endettement ;
- couverture des capitaux investis ;
- poids des intérêts ;
- capacité d'endettement ;
- taux d'autofinancement ;
- rentabilité financière ;
- capacité à dégager du flux de trésorerie disponible ;
- capacité à dégager de la CAF ;
- poids des disponibilités.

Quatre méthodologies complémentaires ont été appliquées à ces ratios :

- écarts entre les valeurs moyennes des ratios pour chacun des deux échantillons ;
- tests de Mann et Whitney ;
- classification ascendante hiérarchique ;
- analyse discriminante.

**Les résultats obtenus confirment la singularité des performances des entreprises qui recourent à la croissance externe et l'impact apparemment positif des acquisitions sur celles-ci, mais ils mettent également en évidence l'importance des risques qui y sont associés.**

1.1.3.2.1. *Les entreprises qui ont pratiqué une stratégie de croissance externe ont renforcé leur position concurrentielle.*

Les entreprises qui ont pratiqué la croissance externe se singularisent, en début de période, par leurs performances et leurs structures. En effet, elles mettent en œuvre un capital d'exploitation plus important, de façon plus rentable, utilisent plus leur capacité d'endettement afin de bénéficier d'un effet de levier plus favorable et manifestent une compétitivité supérieure. A l'issue de la période (1987-1988), ces entreprises ont encore renforcé leur position concurrentielle relative tandis que les différences de structure et de rentabilité financières se sont atténuées, ce qui ne remet pas en question la singularité et la plus grande efficacité des moyens mis en œuvre par ces entreprises.

**Ainsi, au contraire des années 60-70 où, comme J. ALLOUCHE (1981) le mettait en évidence, les opérations de croissance externe s'inscrivent dans des stratégies de rattrapage par rapport à la concurrence, les années 80 se caractérisent par des programmes d'acquisition destinés à accélérer le développement afin de maintenir ou de renforcer l'avantage initial.**

Le succès rencontré par ces opérations de rapprochement s'est effectivement traduit par un double effet d'accélération et de renforcement de la rentabilité économique, mais ces effets n'ont été obtenus que grâce à une restructuration accentuée des modes de production, ce qui souligne la nécessité d'accompagner leurs opérations de croissance d'efforts de gestion importants mais facteurs de risques.

1.1.3.2.2. *Cette évolution d'ensemble n'a été acquise qu'en fin de période et masque des comportements dissemblables.*

L'analyse inter-annuelle montre que **les entreprises ayant manifesté une forte propension à la croissance externe n'ont pas tiré un bénéfice immédiat de leurs acquisitions et, au contraire, ont connu une phase de vulnérabilité importante avant d'enregistrer les effets positifs de leur stratégie.** Cette vulnérabilité, illustrée par une dégradation temporaire de la rentabilité et une hausse excessive de l'endettement (effet de marteau) jusqu'en 1986, s'explique par la délicate gestion de l'acquisition qui se traduit par des problèmes d'organisation, de personnel, financiers, juridiques et fiscaux<sup>(12)</sup>.

---

(12) C. POTTIER (1989,1992) note, à partir de l'analyse du développement par croissance externe des 10 plus grands groupes industriels français de 1983 à 1989, que l'évolution des situations financières de ces groupes a été très diverse.

Cette évolution d'ensemble masque des comportements dissemblables imputables à trois influences :

— **L'appartenance sectorielle** : selon la nature de leur activité, les entreprises ont inégalement bénéficié des effets de la croissance externe. Elle a surtout été favorable aux firmes de biens intermédiaires et de biens de consommation courante et défavorable aux firmes du secteur des biens d'équipement ; les firmes des industries agro-alimentaires et du bâtiment génie civil et agricole occupent une position intermédiaire<sup>(13)</sup>;

— **La taille** : les PME ont bénéficié d'un développement plus rapide de leur activité contrairement aux grandes entreprises, mais n'ont pas enregistré, comme ces dernières, de renforcement de leur rentabilité économique ;

— **Le profil économique et financier** : on constate que les effets positifs de la croissance externe se sont surtout manifestés chez celles qui présentaient les profils les plus performants en début de période et inversement.

Les travaux de F. BAVAY et D. BEAU (1989) s'inscrivent donc dans la continuité de ceux de J. ALLOUCHE (1981), ce qui nous permet de tirer des conclusions globales sur les motifs et l'efficacité de la croissance externe française de 1966 à 1988.

**La singularité des entreprises qu'elles soient absorbantes ou absorbées est manifeste, il existe donc bien des profils économique et financier caractéristiques<sup>(14)</sup>. Cependant, l'expression de ce mouvement de la croissance externe n'est pas monolithique ; on distingue différentes catégories de motivations conduisant à pratiquer la croissance externe, ce qui permet de valider l'existence de motivations théoriques multiples.**

---

(13) C. POTTIER (1989, 1992) souligne que la situation financière des groupes ayant pratiqué la croissance externe a évolué fort différemment en fonction des cycles sectoriels des activités dans lesquelles ils étaient engagés.

(14) Si J. ALLOUCHE (1981) en concluait que la prévision des firmes impliquées dans les opérations de croissance externe était de ce fait envisageable, les tentatives antérieures de P. NAVATTE (1978-A) se sont soldées par un échec.

**Les stratégies mises en œuvre évoluent effectivement dans le temps, ce qui conforte le poids des variables d'environnement, et est en accord avec la mise en évidence statistique de vagues successives aux caractéristiques dissemblables.**

**Enfin, l'efficacité des politiques de croissance externe est vérifiée sur l'ensemble de la période, ce qui les justifie a posteriori et atteste de la validité de l'argumentation théorique. Toutefois, on note que la réussite d'une stratégie utilisant la croissance externe est subordonnée à une gestion rigoureuse de l'intégration.**



## 1.2. LES OFFRES PUBLIQUES : L'OBSERVATION STATISTIQUE ET LA PLURALITE DES REFERENTS THEORIQUES NOURRISSENT UNE CONTROVERSE SUR LEUR EFFICACITE POTENTIELLE.

Après avoir mis en évidence les caractéristiques du mouvement de la croissance externe française de 1959 à 1988, pluralité de motivations et efficacité vérifiée, l'analyse du mouvement des offres publiques en France et à l'étranger fait l'objet de cette partie. En effet, comme nous l'avons indiqué dans l'introduction, les offres publiques s'apparentent à la croissance externe mais ne s'y identifient pas en raison de caractéristiques spécifiques.

Dans un premier temps, l'accent est mis sur une description statistique du mouvement français depuis l'origine et sur une comparaison avec les situations étrangères (1.2.1.). Puis, dans un deuxième temps, les motivations propres aux offres publiques sont développées ainsi que la controverse sur leur efficacité potentielle (1.2.2.).

### 1.2.1. Les offres publiques en France : une évolution parallèle au mouvement de la croissance externe mais d'une intensité relative.

Le succès médiatique rencontré par les offres publiques en France n'a pas de véritable fondement et "*comparé aux mouvements anglo-saxons, celui qui s'est produit en France paraît dérisoire*" (H. KRIFA, 1990). Cependant, ce mouvement ne peut être qualifié de mineur et connaît une évolution comparable à la croissance externe.

#### 1.2.1.1. L'historique des offres publiques en France : un phénomène non négligeable de nature plutôt amicale.

*"Jusqu'au début des années 60, seules les très grandes sociétés faisaient appel public à l'épargne,... et certains grands groupes faisaient parfois évoluer leurs structures financières, mais cela se traitait hors bourse discrètement entre un petit nombre de participants, loin de la presse et des petits actionnaires dont l'information était réduite au strict minimum légal"* (M. REFAIT, 1991). De ce fait, la première offre publique française date de 1960 : une offre publique d'échange de la COMPAGNIE FRANÇAISE DES PETROLES sur l'OMNIUM FRANÇAIS DES PETROLES. Puis, en 1964, une offre publique a été initiée aux Etats-Unis sur les titres de la société FRANCO-WYOMING OIL COMPANY, cotée à la Bourse de Paris et détenue en majorité par des Français, mais dont le siège social et l'activité se trouvaient en Amérique du Nord.

Cependant, le véritable démarrage n'est intervenu qu'en 1966 avec l'adoption d'un embryon de réglementation par les autorités boursières, et surtout en 1969 avec l'OPA hostile de BSN, alors groupe verrier, sur SAINT-GOBAIN qui s'est traduite par un échec<sup>(15)</sup>. Depuis, l'offre publique est devenue une technique usuelle comme l'indique le tableau n° 9.

TABLEAU n° 9 : LES OPA EN FRANCE DE 1966 À 1989<sup>(16)</sup>

Années	OPA	OPE	TOTAL
1966	2	—	2
1967	7	—	7
1968	8	—	8
1969	7	2	9
1970	8	5	13
1971	10	7	17
1972	31	7	38
1973	18	19	37
1974	16	8	24
1975	10	10	20
1976	19	8	27
1977	25	10	35
1978	18	9	27
1979	9	1	10
1980	8	7	15
1981	7	1	8
1982	2	4	6
1983	5	3	8
1984	4	1	5
1985	7	2	9
1986	7	6	13
1987	3	14	17
1988	19	13	32
1989	11	16	27
Total	266	148	414

Source : H. KRIFA (1990) d'après les années boursières 1966 à 1987 et les statistiques annuelles des bourses françaises de valeur en 1988-1989.

(15) Cette OPA mettant aux prises deux puissants groupes industriels français a marqué la véritable naissance des offres publiques bien qu'elle ait suffisamment marqué les esprits au point de neutraliser toute opération hostile de grande importance pendant près de 15 ans. A l'issue de son échec, BSN a orienté son développement vers l'agro-alimentaire en délaissant l'activité verrière aujourd'hui marginale au sein du groupe, et, SAINT-GOBAIN s'est regroupé avec PONT-A-MOUSSON afin de se protéger de tentatives ultérieures de même nature.

(16) Il n'existe malheureusement pas de données agrégées relatives aux montants des transactions.

Ce tableau reprend les offres publiques quelle que soit la procédure utilisée, simplifiée ou normale :

— *La procédure simplifiée* : “Depuis un arrêté du 18.2.1972, une procédure simplifiée, confirmée par la loi du 2.08.89, a été prévue”. “Elle s’applique lorsque l’initiateur déjà détenteur, directement ou indirectement des deux tiers du capital — et donc du contrôle de la société visée — souhaite fermer cette société par l’acquisition de nouveaux titres” (G. BARSİ, 1988). Elle remplace aussi la procédure allégée : “en cas d’offre limitée à l’acquisition d’une participation au plus égale à 10 % du capital confèrent des droits de vote de la société visée ou à 10 % des droits de vote, compte-tenu des titres que l’initiateur détient déjà” (A. PEZARD, 1990).

— *La procédure normale* : “Elle est applicable lorsque l’auteur de l’offre publique a pour objectif la prise de contrôle de la société dont il envisage d’acquérir les titres” (G. BARSİ, 1988).

Compte-tenu de l’approche initiale envisagée (croissance externe, technique de prise de contrôle), seule cette dernière modalité doit être retenue (Tableau n° 10).

TABLEAU n° 10 : LES OPA SELON LA PROCEDURE NORMALE EN FRANCE  
DE 1966 À 1992<sup>(17)</sup>

Années	OPA	OPE	TOTAL	TOTAL selon H. KRIFA(18) (voir tableau n° 9)
1966	2	0	2	2
1967	6	0	6	7
1968	9	0	9	8
1969	8	3	11	9
1970	8	5	13	13
1971	5	7	12	17
1972	21	7	28	38
1973	13	11	24	37
1974	6	7	13	24
1975	8	7	15	20
1976	7	7	14	27
1977	8	10	18	35
1978	5	6	11	27
1979	11	1	12	10
1980	6	5	11	15
1981	2	0	2	8
1982	0	5	5	6
1983	1	2	3	8
1984	0	0	0	5
1985	7	2	9	9
1986	7	6	13	13
1987	5	7	12	17
1988	21	18	39	32
1989	15	12	27	27
1990	14	1	15	34
1991	14	12	26	35
1992	14	3	17	57
<b>Total</b>	<b>223</b>	<b>144</b>	<b>367</b>	<b>540</b>

Sources :

- Années boursières 1966 à 1987 et 1992
- Statistiques annuelles de bourses françaises de valeur de 1988 à 1991
- Rapports de la COB au Président de la République 1968-1989

(17) On remarque une distorsion des chiffres par rapport aux données de H. KRIFA (1990) imputable non seulement à la non prise en compte des offres publiques utilisant les procédures simplifiées et allégées à partir de 1972, mais aussi à l'utilisation de deux sources (Bourse et COB) qui ne concordent pas systématiquement au lieu d'une.

(18) Les années 1990, 1991 et 1992 ont été complétées dans l'esprit du tableau n° 9 avec les données dont nous disposions.

De 1966 à 1992, on a enregistré en France 367 offres publiques selon la procédure normale et 540 toutes natures d'opérations confondues, soit respectivement en moyenne 14 et 20 opérations par an. Deux éléments principaux caractérisent le mouvement des offres publiques françaises ;

— **Un faible nombre de prises de contrôle hostiles** (une trentaine depuis l'origine) : *“la répugnance à l'agressivité a continué à caractériser l'essentiel de “l'establishment” français même si l'on observe l'émergence d'une nouvelle race de jeunes capitalistes conquérants”* (H. KRIFA, 1990).

— **Les OPA ne sont pas pour autant un phénomène mineur** : *“sur la période 1985-1987, 154 offres publiques contre un total général de 855 opérations intéressant des sociétés cotées ont été enregistrées par la COB, soit 18 % environ. Surtout ce sont les OPA, qui, en raison des surenchères qui caractérisent ce mode de prise de contrôle, expliquent probablement en grande partie, la croissance très forte de la valeur des transactions des fusions et acquisitions (F&A)”* (H. KRIFA, 1990).

#### 1.2.1.2. Le mouvement des offres publiques françaises est parallèle à celui de la croissance externe

Globalement, on retrouve les mêmes phases que celles retenues par la croissance externe (tableau n° 11).

L'intensité des offres publiques quoique parallèle dans le temps à celle de la croissance externe présente quelques décalages.

**En effet, les offres publiques sont symptomatiques de grandes restructurations industrielles du fait de la taille des sociétés concernées, ce qui ne caractérise pas toujours le mouvement de la croissance externe.**

TABLEAU n° 11 : LA COMPARAISON DES MOUVEMENTS DES OPA ET DE LA CROISSANCE EXTERNE

PERIODE	MOUVEMENT DES OPA	MOUVEMENT DE LA CROISSANCE EXTERNE
1966 - 1969	Les offres publiques sont encore mal connues et peu utilisées mais leur diffusion s'accélère (17 opérations)	Très forte utilisation du mode de croissance externe (1967-1970)
1970 - 1980	Après un "pic" en début de période (1973-1974), le mouvement reflue régulièrement jusqu'en 1980 (182 opérations)	Le mouvement de la croissance externe diminue régulièrement tout au long de la période (1971-1979)
1981 - 1984	Les offres publiques sont totalement délaissées (10 opérations)	Les années 1980 à 1985 se caractérisent par un recours très modéré à la croissance externe.
1985 - 1992	Le mouvement reprend à partir de 1985 pour atteindre un sommet en 1988 (148 opérations)	Les années 1986 à 1988 marquent une profonde rupture caractérisée par une accélération brutale du mouvement de la croissance externe qui perdure jusqu'en 1991

Tableau établi à partir de :

— pour les OPA : tableau n° 10

— pour la croissance externe :

- 1959-1979 : J. ALLOUCHE (1981)
- 1980-1988 : F. BAVAY et D. BEAU (1989)
- 1989 : D. BEAU et J.C. SANANES (1990)
- 1990-1991 : R. PATUREL (1991 et 1992)

Par ailleurs, l'analyse sectorielle réalisée par H. KRIFA (1990) sur la période 1980-1989 atteste de l'influence de l'appartenance sur le comportement des entreprises en matière d'offre publique comme l'illustre le tableau n° 12.

TABLEAU n° 12 : REPARTITION SECTORIELLE DES OFFRES PUBLIQUES  
INITIEES ENTRE 1980 ET 1989

Secteurs	1980-1985	1986-1987	1988-1989	Total
Agro-alimentaire	4	2	3	9
Chimie	6	2	5	13
Industries Electriques	3	2	6	11
Mécanique	3	—	—	3
Métaux	1	1	—	2
Matériel de transport	2	1	1	4
Bois - Papier			1	1
Produits d'extraction et d'énergie	1	2	3	6
Textile - Habillement	—	2	—	2
Construction	1	—	3	4
Commerce	6	3	6	15
Transport - Tourisme	3	2	2	7
Services	3	1	2	6
Banques	3	2	4	9
Assurances	2	1	10	13
Divers	—	1	1	2
<b>Total</b>	<b>38</b>	<b>22</b>	<b>47</b>	<b>107</b>
<b>Moyenne annuelle</b>	<b>6,3</b>	<b>11</b>	<b>23,5</b>	<b>10,7</b>

Source : H. KRIFA (1990)

Trois conclusions principales ressortent de cette analyse :

— **Une forte concentration sur quelques secteurs** : le commerce, la banque, les assurances, la chimie, l'industrie électrique et l'agro-alimentaire totalisent les 2/3 des opérations ;

— Le mouvement de restructuration concerne, dans la plupart des secteurs, **les grands groupes** ;

— Les restructurations financières se produisent dans des **secteurs peu concentrés comme dans des secteurs très concentrés**.

Ces constatations rejoignent celles de F. BAVAY et de D. BEAU (1989) sur la croissance externe pour une période identique, ce qui confirme le parallélisme des mouvements des offres publiques et de la croissance externe<sup>(19)</sup>.

1.2.1.3. Les offres publiques en France : une situation intermédiaire entre le modèle américain et le modèle rhénan

L'opposition entre le modèle américain et le modèle rhénan proposée par M. ALBERT (1991) s'applique très exactement aux offres publiques et situe la France en position intermédiaire.

En effet, "sur la seule année 1987, on a compté 250 offres publiques en Grande-Bretagne et entre 500 et 600 offres aux Etats-Unis. En 1988, 1605 OPA ont été lancées à LONDRES, mettant en jeu 220 milliards de Francs contre une quarantaine en France pour 40 milliards" (H. KRIFA, 1990). "Le type anglo-saxon, pratiqué par l'Australie, les Etats-Unis, la Grande-Bretagne, Hong-Kong et le Canada, laisse le marché jouer pleinement son rôle. C'est à l'actionnaire de décider (...). Le modèle germanique (Allemagne de l'Ouest, Danemark, Japon, Pays-Bas, Suisse et Suède), à l'opposé du système anglo-saxon, évite aux entreprises d'avoir à envisager de se défendre. Les firmes de ce pays sont protégées par la législation" (M. REFAIT, 1991) et/ou par des liens étroits entre les banques et les industriels.

Aujourd'hui, la situation française, longtemps caractérisée par une intervention des pouvoirs publics ou des organismes qui en émanent, évolue vers une pratique libérale à l'américaine. Néanmoins le faible nombre d'opérations hostiles traduit un comportement qui demeure conservateur et, à l'instar de M. ALBERT (1991), on peut s'interroger sur l'opportunité d'un tel glissement alors que le modèle rhénan qui s'appuie sur une association étroite des banques et de l'industrie au détriment de la bourse, s'avère le plus performant.

---

(19) F. BAVAY et D. BEAU (1989) notait, pour la période 1980-1988, une prépondérance des grands groupes dans le mouvement de la croissance externe et son hétérogénéité sectorielle. Ces considérations spécifiques, au delà de la simple corrélation statistique des intensités respectives des mouvements des OPA et de la croissance externe, confirment leur apparentement.



Ainsi, les variables d'environnement structurels exercent effectivement une influence déterminante sur le mouvement des offres publiques et, en pratique, on recense quatre types de législations (P. AGNELLET, L. GEOFFROY et J.C. VIARNAUD, 1989) qui s'accordent aux conditions socio-culturelles de chacun de ces pays :

— **Les législations de type anglo-saxon** (Australie, Grande-Bretagne, États-Unis, Hong-Kong et Canada) où on a le souci de laisser le marché jouer pleinement son rôle. La législation anglaise est la plus libérale et les défenses anti-OPA sont inexistantes au contraire des États-Unis ;

— **Les législations de type germanique** (Danemark, Pays-Bas, Allemagne, Japon) : les défenses anti-OPA sont inutiles, soit du fait d'une "réglementation" qui protège les entreprises locales (Pays-Bas, Danemark), soit en raison des circonstances historiques et culturelles qui rendent impossibles les opérations hostiles alors que la législation est libérale (Allemagne, Japon) ;

— **Les législations de type latin** (Espagne, France, Italie, Belgique) où la réglementation part de l'idée que les offres publiques sont des procédures normales et dans l'ensemble bénéfiques mais où la défense de la société cible est facilitée par des dispositions réglementaires et/ou des comportements conservateurs ;

— **Les législations de type protectionniste** (Suède et Suisse) où les procédures hostiles sont réglementairement impossibles à mettre en œuvre si l'on est étranger.

**En conclusion, le mouvement des offres publiques en France peut être qualifié de parallèle à celui de la croissance externe, non négligeable et plutôt amical, ce qui le positionne entre les modèles américains et rhénans. Néanmoins, la simple observation statistique de ce phénomène ne permet pas de mesurer pleinement ses motivations et conséquences.**

#### **1.2.2. La pluralité des référents théoriques nourrit une controverse aiguë sur l'efficacité potentielle des offres publiques.**

Les motivations théoriques de la croissance externe ont été largement évoquées lors de la première partie. Cependant, du fait de leurs caractéristiques spécifiques et notamment de leur hostilité potentielle, de nombreux développements théoriques concernent exclusivement les offres publiques (1.2.2.1.). Cette multiplicité de théories nourrit un débat virulent, surtout aux États-Unis, sur le rôle économique des offres publiques où visions libérale et régulatrice s'affrontent (1.2.2.2.).



### 1.2.2.1. La pluralité des référents théoriques

Plusieurs conceptions théoriques des offres publiques coexistent dont les deux principales expressions sont les théories de l'efficacité et de l'agence.

**La théorie de l'efficacité** n'est pas abordée de nouveau dans la mesure où elle s'applique de la même façon à la croissance externe et aux offres publiques.

**La théorie de l'agence** est présentée de façon approfondie (1.2.2.1.1.). Celle-ci a engendré des prolongements théoriques dont la **théorie du "Free cash flow"** de M.C. JENSEN (1.2.2.1.2.) est l'un des plus connus et a aussi bénéficié des apports complémentaires des **théories de l'information et des signaux** ainsi que **l'hypothèse de sous-évaluation des entreprises cibles** (1.2.2.1.3.). En revanche, la théorie de l'agence a fait l'objet d'une contestation par A. SHLEIFER et L.H. SUMMERS (1988) qui considèrent que les OPA ne sont pas nécessairement créatrices de richesses et la conséquence d'une sanction d'une gestion inefficace, mais procèdent à une **redistribution** de valeur au profit des actionnaires et au détriment des autres partenaires de l'entreprise (employés, clients, ...) (1.2.2.1.4.).

**La théorie des jeux** a permis de réaliser des modélisations intégrant les conclusions de la théorie de l'agence et des théories de l'information et des signaux (1.2.2.1.5.).

Enfin, **l'impact de la fiscalité** sera évoqué (1.2.2.1.6.).

#### 1.2.2.1.1. *La théorie de l'agence*

La théorie de l'agence, brièvement présentée à propos de la croissance externe, s'applique essentiellement aux offres publiques. En préalable à l'étude des problèmes d'agence associés aux offres publiques, P. BATTEAU (1980) pose le problème du contrôle collectif des firmes qui débouche sur les relations actionnaires-managers dans une firme. Les offres publiques peuvent alors être soit une solution aux problèmes d'agence, soit symptomatiques du "*managérialisme*", soit une conséquence de l' "*hypothèse d'hubris*" de R. ROLL (1986).

### A. *Le problème du contrôle collectif d'une firme*

La dimension des entreprises permet difficilement à un seul investisseur de fournir les capitaux nécessaires. Par conséquent, se pose alors le problème du contrôle collectif abordé par B. BATTEAU (1980). *“Considérons une société évoluant en avenir incertain (par exemple de prix futurs) et appelée à décider d'un niveau d'investissement ou d'un niveau de production. Même si les actionnaires se mettent d'accord sur les probabilités qu'il convient d'assigner aux événements incertains, le choix de ce niveau de production va affecter l'allure de la distribution des profits et, en raison de la plus ou moins grande “risquophobie” des uns et des autres, le choix souhaité va différer d'un actionnaire à l'autre. Comment de tels conflits sont-ils arbitrés ? (...) La théorie des votes et des “jeux de votes” a fait des progrès importants dans les années récentes et (...), de façon générale, dans un groupe d'agents ayant à prendre une décision collective à partir d'opinions divergentes, il est extrêmement difficile de trouver une procédure de résolution de ces conflits (d'agrégation des opinions) pour laquelle l'issue ne dépend pas de ce que chaque agent sait ou est capable de savoir des opinions des autres. (...) De ce point de vue, l'existence de marchés des actions est au moins autant une façon de répondre à l'impossibilité de résoudre les conflits de façon satisfaisante à l'intérieur des groupes d'actionnaires qu'un moyen de partage des risques. (...) C'est alors le nombre d'agents qui permet la stabilité des comportements alors qu'avec peu d'agents un tel comportement n'est pas optimal pour celui qui sait”*.

**Selon cette analyse, le marché, au moyen d'une offre publique, permet à un groupe d'actionnaires d'imposer sa volonté.** Toutefois, cette optique néglige un deuxième aspect du problème du contrôle des firmes : la relation d'agence actionnaires - managers dans une firme.

### B. *Les problèmes d'agence issus de la relation actionnaires - managers*

**Un problème d'agence apparaît lorsque les managers ne détiennent pas ou peu d'actions de la société qu'ils dirigent.** En effet, *“le choix par un actionnaire ou un propriétaire d'encourir certains types de risques commandés ne les amène pas nécessairement à opérer par eux-mêmes la commande de ce risque (...). Il est donc naturel d'assister à un phénomène de division du travail : le propriétaire fixe le risque de façon générale et les managers professionnels en commandent les déterminants élémentaires”* (P. BATTEAU, 1980). Mais, du fait de cette relation d'agence, le propriétaire/l'actionnaire encoure des risques différents du risque capitaliste. De fait, **le contrat passé par ceux-ci avec les managers se complique d'une asymétrie d'information au bénéfice de ces derniers**

qu'ils peuvent exploiter pour gérer l'entreprise dans un sens non conforme aux intérêts des actionnaires, c'est-à-dire, ne pas maximiser la valeur de l'entreprise. Les offres publiques sont alors aussi bien un moyen de résoudre les conflits entre les deux parties que la manifestation d'un comportement non conforme des managers ("*managérialisme*" et "*hypothèse d'Hubris*").

C. *Les offres publiques sont une solution aux problèmes d'agence*

Les problèmes d'agence peuvent être résolus par des mécanismes organisationnels et de marché. "*Les contrats d'intéressement des managers peuvent être liés aux performances des sociétés et comprendre des bonus et des stock-options*" (J.F. WESTON, K.E. CHUNG et S.E. HOAG, 1990). Par ailleurs, "*les divers mécanismes d'acquisition peuvent assurer un transfert du contrôle d'une société vers une autre, permettant, par un remplacement de la direction, une exploitation plus efficace des ressources existantes. Ce marché des sociétés (market for corporate control) réduit simultanément les dangers d'un conflit d'objectifs entre les propriétaires et avec ceux qui détiennent le pouvoir de décision. Dans la mesure où les managers ont des préférences autres que celles des actionnaires, qu'il s'agisse du profit, du chiffre d'affaires ou du degré d'aversion pour le risque, l'OPA est apte à réduire les distorsions corrélatives. Notons que la simple menace d'une OPA constitue en elle-même un incitant pour les managers ou pour l'actionnaire de contrôle à gérer au mieux les intérêts de la société*". (A. JACQUEMIN, P. BUIGUES & ILZKOVITZ, 1989).

D. *Les offres publiques sont la manifestation d'un problème d'agence*

Deux corps d'hypothèses permettent de fonder cette opinion :

— Le "*managérialisme*" : la rémunération des managers dépend de la taille des entreprises. En conséquence, ils sont amenés à procéder à des offres publiques afin d'accroître la taille de la firme qu'ils dirigent.

— L'«*hypothèse d'Hubris*»<sup>(20)</sup> : R. ROLL (1986) fait l'hypothèse que les managers des sociétés initiatrices ont tendance à surévaluer leur offre par excès d'optimisme. En effet, lors d'une OPA, une firme identifie une cible potentielle et procède à une évaluation. Si cette dernière excède l'estimation boursière actuelle, l'offre sera initiée. S'il n'y a pas de gains imputables à des synergies ou d'autres gains des OPA, l'évaluation moyenne correspondra à l'estimation boursière courante. Autrement dit, la prime<sup>(21)</sup> est une erreur d'estimation de l'initiateur et les OPA sont surpayées. L'hypothèse d'HUBRIS ne requiert pas la recherche d'un intérêt personnel des managers. Ils peuvent avoir de bonnes intentions et simplement faire une erreur de jugement.

#### 1.2.2.1.2. *Le prolongement de la théorie de l'agence :*

##### *La théorie du "Free cash flow" de M.C. JENSEN*

La théorie du "free cash flow" de M.C. JENSEN (1988) s'inscrit dans la continuité du problème des coûts d'agence. *"Plus d'une douzaine de forces séparées conduisent l'activité des offres publiques comprenant des facteurs tels que la dérégulation, les synergies, les économies d'échelle et de moyens, les taxes, la compétence des managers et la globalisation des marchés américains. Une des causes majeures de l'activité des offres publiques, les coûts d'agence associés aux conflits des managers et des actionnaires sont matérialisés par l'utilisation du "free cash flow" et ont reçu une attention réduite. (...) Les managers sont les agents des actionnaires et du fait des intérêts particuliers de chacune des parties, il y a des conflits sérieux sur le choix de la meilleure stratégie. Les coûts d'agence sont les coûts totaux qui résultent de ces problèmes."*(...)

---

(20) B. GRAND (1990) explique de façon synthétique les fondements de l'hypothèse : *"ROLL qualifie son hypothèse d'"Hubris Hypothesis". Il convient d'entendre par "HUBRIS" la présomption. Chez les Grecs, les acteurs présomptueux étaient qualifiés de "HUBRIS". Ainsi, PROMETHEE allant dérober le feu aux dieux pour l'offrir aux mortels accomplit-il un acte empli d'"Hubris". ROLL signifie par cette appellation que "nul ne peut battre le marché et qu'il est présomptueux de croire que l'estimation de ce dernier est erronée".*

(21) La prime est la différence entre le prix payé/offert lors d'une offre publique et le cours boursier constaté avant le déclenchement de la procédure.

Lorsque ces coûts sont importants, la peur ou l'actualité des offres publiques peuvent les réduire. Le *“free cash flow”* est le cash flow en excès après la distribution des fonds nécessaires aux projets ayant une valeur nette positive avec un coût du capital correct. Ce *“free cash flow”* doit alors être distribué aux actionnaires si la firme souhaite être efficace et maximiser la richesse des actionnaires. Mais, *“le paiement monétaire aux actionnaires réduit les ressources contrôlées par les managers et, donc, leur pouvoir, et les soumet subjectivement au contrôle du marché lorsqu'ils veulent financer de nouveaux investissements”* (M.C. JENSEN, 1988).

Les conflits d'intérêts seront d'autant plus sévères que les compagnies génèrent un *“free cash flow”* substantiel, le problème est alors de motiver les directions afin qu'elles acceptent de verser ses liquidités plutôt que d'investir dans des projets non rentables. Selon M.C. JENSEN (1988, 1990), c'est le rôle de la dette que de motiver les organisations à tenir leurs obligations vis-à-vis des prêteurs à la différence des dividendes pour leurs actionnaires. Cette fonction de contrôle est beaucoup plus importante à l'intérieur des entreprises qui génèrent de larges cash-flows mais qui ont de faibles perspectives de croissance. **C'est pourquoi le LBO<sup>(22)</sup> est l'outil le plus adapté à la mise en œuvre du contrôle au détriment de la cotation boursière habituelle** ; il présente 4 types d'avantages :

- La rémunération des dirigeants : un rapport étroit entre salaire et performance ;
- Les associations LBO sont plus décentralisées que les conglomérats cotés ;
- Les associations LBO ont des obligations bien précises envers leurs créanciers et leurs ayants-droit.

Ainsi, selon M.C. JENSEN (1988, 1990), si la théorie du *“free cash flow”* n'est pas la seule motivation des offres publiques, elle en est l'une des principales, et le LBO est la forme de résolution opérationnelle la plus adéquate.

---

(22) Le LBO est une technique qui consiste (C. MERLE et H. STOCLIN, 1988) à ce *“qu'un ou plusieurs investisseurs achètent une société (par voie d'offre publique), puis décident de la retirer de la cotation sur un marché et de la privatiser au sens américain du terme, c'est-à-dire ne plus avoir d'actionariat public, ni les obligations sociales qui en découlent”*. D'autre part, le financement est essentiellement constitué de dettes (85 à 99 %).

1.2.2.1.3. *L'apport des théories de l'information et des signaux et de l'hypothèse de sous-évaluation de l'entreprise cible.*

A. *Les théories de l'information et des signaux*

**L'information est distribuée asymétriquement entre les différents agents en contradiction avec la théorie de l'efficience des marchés.** L'acheteur éventuel d'une entreprise dispose d'informations privilégiées (synergies envisagées) sur la cible potentielle, ce qui la valorise à un cours supérieur à celui constaté sur le marché et justifie la prise de contrôle. Cependant, l'observation suggère que même après l'échec d'une offre, le cours peut se maintenir ce qui exclurait les synergies potentielles. Trois formes d'explications théoriques permettent d'expliquer ce phénomène :

- L'offre publique a permis de mettre en évidence la sous-évaluation de la société. Aucune action particulière n'était nécessaire pour justifier une réévaluation.
- L'offre publique a inspiré à la direction de la société la mise en place d'une stratégie plus efficace.
- A l'échec de l'offre publique, va succéder une nouvelle offre réussie.

Si l'on se cantonne à l'hypothèse d'une asymétrie d'information entre l'initiateur et la cible du fait de l'existence de synergies potentielles, *“un opérateur préférera lancer une OPA (plutôt qu'engager une négociation), en escomptant éviter de révéler toute son information. Il est surinformé par rapport à ses partenaires et n'a donc plus intérêt à se révéler. Le temps relativement bref d'ouverture de l'offre ne permettant pas à la cible de capturer l'information, cette dernière aura à prendre une décision précipitée devant une offre a priori inattendue et inespérée”* (B. GRAND, 1990). Dans ce cas de figure, l'offre est agressive mais pas nécessairement hostile ; d'autre part, en cas d'échec, la porte reste ouverte à la négociation<sup>(23)</sup>.

---

(23) B. GRAND (1990) a développé un modèle qui permet à l'entreprise initiatrice de choisir entre une procédure agressive et la négociation afin d'atteindre un optimum de maximisation de ses gains. L'asymétrie d'information détermine le gain potentiel de l'initiateur et il est nécessaire que l'initiateur soit surinformé et que la cible ignore tout de la valeur de la synergie. L'asymétrie d'information est influencée par la précision de l'information, la taille de l'effet de synergie et la perturbation sectorielle. Cette dernière dépend de facteurs internes et spécifiques à la société et de facteurs externes (structure du secteur, perturbation économique du secteur, c'est-à-dire, restructuration, nouveaux marchés, nouveaux concurrents) ; plus le secteur sera agité et plus la cible ne pourra faire de calcul précis sur l'effet de synergie et plus l'OPA agressive sera préférée, par contre si le secteur est stabilisé ou concentré, la firme visée peut se procurer une information de qualité et la négociation sera privilégiée.

*“Une variante importante de la théorie de l’information est la théorie des signaux. La théorie des signaux pose que des actions particulières contiennent d’autres sources d’informations significatives”* (J.F. WESTON, K.S. CHUNG et S.E. HOAG, 1990). De ce fait, des signaux émis par les entreprises peuvent motiver une offre publique ou une offre concurrente. Ainsi, le fait qu’une firme soit la cible d’une offre publique signale au marché qu’elle possède des gisements de valeur supplémentaires ou que les rendements futurs seront supérieurs. Lorsqu’une firme procède au rachat de ses actions, le marché peut le comprendre comme un signal de sous-évaluation des actions ou de l’existence d’opportunités de croissance favorables.

Cependant, comme l’indique P. BATTEAU (1989), **l’interprétation des signaux est délicate** : *“une démarche machiavélique, semble-t-il en vigueur ces temps-ci dans certains groupes français, consiste à utiliser cet effet contraire à son profit : en déclenchant une série de signaux en direction du marché, afin de lui laisser croire que l’on est sous la menace d’une OPA, on pousse le titre à une hausse prématurée, dissuadant ainsi les agresseurs potentiels”*.

#### B. *L’hypothèse de sous-évaluation de l’entreprise cible*

*“On a souvent expliqué les vagues de fusion par un décalage entre les valeurs de marché des firmes et les valeurs de remplacement de leurs actifs (ce rapport est connu sous le nom de ratio q de TOBIN). Les périodes de forte inflation se traduisent souvent par une hausse des valeurs de remplacement des actifs et une baisse corrélative des valeurs boursières : il en résulte une baisse du ratio q. Dans de nombreux cas, il apparaît ainsi moins coûteux d’acquérir des actifs, à travers l’acquisition d’une entreprise sur le marché boursier qu’en les créant de manière interne”* (M. NUSSEMBAUM, 1989). Selon J.F. WESTON, K.E. CHUNG et S.E. HOAG, la faiblesse du ratio q peut aussi s’expliquer par une inefficience du management mais la sous-évaluation de l’entreprise cible en tant que motivation d’une offre publique se confond alors avec la théorie de l’agence.

La sous-évaluation peut aussi traduire une asymétrie d’information entre les dirigeants de la société initiatrice d’une OPA et les investisseurs. Cependant, *“elle ne nous paraît pas suffisante pour justifier le lancement d’une OPA, sauf à supposer une inefficience du marché dans sa forme semi-forte jamais démontrée par la recherche empirique”* (B. HUSSON, 1989).



#### 1.2.2.1.4. *La contestation de la théorie de l'agence : la redistribution*

Une dernière théorie permet d'expliquer les offres publiques. En opposition avec la théorie de l'agence, elle stipule **qu'il n'existe pas de création de valeur mais une redistribution de valeur au profit des actionnaires et aux dépens des autres parties prenantes (employés, fournisseurs, clients, ...)**. Autrement dit, (A. SHLEIFER et L.H. SUMMERS, 1988) *“l'accroissement du cours boursier dans les offres publiques hostiles ne mesure en aucun cas ou ne démontre une utilité sociale”*.

Cette analyse s'applique essentiellement aux pratiques des raiders qui, à la suite d'une offre publique hostile, procèdent à de nombreux licenciements, à la vente par appartement, ..., pour rembourser les dettes nécessaires au rachat et générer un bénéfice personnel substantiel.

Ce transfert, selon A. SHLEIFER et L.H. SUMMERS (1988) ne serait pas seulement neutre pour le bénéfice social, mais, au contraire, négatif du fait d'un *“abus de confiance”* (ce point sera développé plus loin).

#### 1.2.2.1.5. *Les tentatives de modélisation par la théorie des jeux*

La théorie des jeux s'attache aux décisions prises par des individus en interactions où chacun cherche à agir au mieux en fonction de ses propres objectifs ainsi qu'à leurs conséquences pour eux et pour la collectivité qu'ils forment (B. GUERRIEN, 1992, et R. KAST, 1992)<sup>(24)</sup>. **Dans le cadre des offres publiques d'achat et d'échange, l'application de la théorie des jeux permet de modéliser ce phénomène pour parvenir à isoler les motivations des différentes parties prenantes et mesurer leurs implications.**

---

(24) On peut aussi se référer à l'ouvrage très complet de M. SHUBIK (1991) sur la théorie des jeux et les sciences sociales : M. SHUBIK, 1991, THEORIE DES JEUX ET SCIENCES SOCIALES, Economica, 512 pages.

Cette approche théorique se heurte à la résolution du problème du “*passager clandestin*” (free rider) mis en évidence par S.J. GROSSMAN et O.D. HART (1980) : chacun a intérêt à laisser agir les autres tout en tirant parti de leur action ce qui exclut la viabilité des offres publiques d’achat et d’échange. En effet, en l’absence d’une asymétrie d’information, ils ont montré qu’une mauvaise gestion de la cible et/ou la sous-évaluation par le marché financier ne peuvent expliquer les offres publiques d’achat et d’échange si les dirigeants de l’entreprise initiatrice ont pour objectif de maximiser la richesse de leurs actionnaires et si les actionnaires de la cible sont rationnels. Les actionnaires de la firme cible n’accepteront l’offre que si le prix offert est supérieur à la valeur future anticipée de leurs actions au cas où ils resteraient actionnaires minoritaires ; dans ces conditions, l’offre n’est plus rentable pour l’initiateur.

Les auteurs proposent une solution à ce problème qui consiste à diluer les actions des actionnaires minoritaires : par exemple, en permettant à l’initiateur de racheter des actifs de la cible à un prix artificiellement bas et de transférer ainsi une partie de la richesse des actionnaires de la cible au profit de ses actionnaires d’origine.

Selon A. SHLEIFER et R.W. VISHNY (1986), le problème du “*passager clandestin*”, en l’absence d’une expropriation, réside dans le fait que l’acquisition profite uniquement aux actionnaires de la cible. C’est pourquoi une solution partielle peut être envisagée au moyen d’une prise de participation de l’initiateur antérieure au dépôt de l’offre sous réserve que la réévaluation soit suffisamment importante pour que l’opération soit rentable. On remarque que cette situation infirme l’hypothèse d’atomisation des actionnaires de S.J. GROSSMAN et O.D. HART (1980).

D’autre part, A. SHLEIFER et R.W. VISHNY (1986) supposent que la valeur post-OPA de la cible est connue par l’initiateur mais non par la cible, ce qui est vraisemblable au sens où ils sont plus aptes à identifier les synergies potentielles de la prise de contrôle, sinon les seuls. P. CHARLETY-LEPERS (1990) montre, dans le même esprit, que si les actionnaires de la société cible estiment qu’une partie “*suffisamment*” élevée des synergies globales reviennent à l’entreprise absorbante, ils y répondront alors favorablement si l’on suppose que l’acquisition est motivée par la réalisation de gains au sein de l’entreprise initiatrice.

L’analyse de I.Y. POWERS (1987) appuie et développe celle de A. SHLEIFER et R.W. VISHNY (1986) avec des hypothèses similaires. I.J. POWERS (1987) pose, à titre d’exemple, qu’il existe deux gros actionnaires (et non un seul) de la cible informés et un “*océan*” de petits actionnaires de la cible non informés et obtient plusieurs solutions avec une prise de contrôle réussie et rentable, ceci même en présence d’une offre concurrente.

Cependant, D. HIRSHLEIFER et S. TITMAN (1990) ont remarqué, à partir des analyses de S.J. GROSSMAN et O.D. HART (1980) et de A. SHLEIFER et R.W. VISHNY (1986), qu'aucune offre publique d'achat et d'échange observée ne peut échouer. En effet, si le prix à partir duquel une offre publique d'achat ou d'échange réussie est connu avec certitude par l'initiateur d'une offre donnée, il sera suffisamment élevé pour réussir ou autrement échouera avec certitude. Le modèle proposé par D. HIRSHLEIFER et S. TITMAN (1990) permet de prendre en considération les échecs. Pour cela, l'initiateur doit être incertain quant au prix à partir duquel les actionnaires de la cible répondront favorablement à l'offre, ce qui est possible s'ils adoptent des stratégies de décision diversifiées. Dans ce cadre, D. HIRSHLEIFER et S. TITMAN (1990) ont mis en évidence plusieurs éléments déterminants du succès d'une opération :

- La prime : plus celle-ci sera élevée, plus la probabilité de succès sera élevée ;
- La dilution : adjointe à une prime élevée, elle améliore la probabilité de succès ;
- Les défenses anti-OPA : elles incitent les initiateurs à proposer une prime élevée, et, de ce fait, augmentent la probabilité de succès ;
- L'information : si l'information est symétrique, l'initiateur pourra acheter autant d'actions qu'il le souhaite pourvu que le prix soit supérieur à la valeur post-OPA. Si l'information est asymétrique, et même si l'initiateur propose un prix élevé (c'est-à-dire supérieure à la valeur post-OPA), cela n'assurera pas nécessairement la réussite dans la mesure où les actionnaires de la cible pourront l'interpréter comme un signal d'une valeur post-OPA supérieure.

En s'appuyant sur les développements de S.J. GROSSMAN et D. HART (1980) et de A. SHLEIFER et R.W. VISHNY (1986), A.S. KYLE et J.L. VILA (1991) propose une alternative à leurs résolutions du problème du passager clandestin : la dilution et une prise de participation antérieure à l'offre. Pour ce faire, ils distinguent, sur la base d'une asymétrie d'information, deux types d'investisseurs sur le marché financier :

- Les investisseurs institutionnels ou d'autres gros investisseurs qui interviennent massivement sur le marché, ont une surface financière importante et détiennent une information élevée ;
- Les autres investisseurs qui génèrent une activité importante mais morcelée et détiennent une information faible. Cette activité a pour nom le "*bruit*".

Le modèle de A.S. KYLE et J.L. VILA (1991) est basé sur l'idée que le "*bruit*" peut procurer un camouflage à un outsider de grande taille en lui permettant de générer du profit par l'acquisition d'une participation importante dans une firme cible sans qu'elle soit notifiée. Ainsi, lorsque le marché est à la baisse, un intervenant profite de l'opportunité et rachète une participation à prix favorable. Etant devenu un actionnaire important, il est incité à initier une offre même s'il encourt un coût, il réalise un profit et les petits actionnaires, dont les ventes ont précipité l'offre revalorisatrice, perdent systématiquement.

**Au travers de ces différentes contributions, on note la capacité de la théorie des jeux à résoudre le problème du "*passager clandestin*" et à décrire de façon théorique les offres publiques d'achat et d'échange. On peut supposer que de nouvelles améliorations seront encore apportées et produiront des modèles plus élaborés. Mais, dans le même temps, on constate que ces modèles définissent un univers statique et contraint ; on peut alors se demander s'ils seront jamais en mesure de produire une généralisation.**

#### 1.2.2.1.6. *L'impact de la fiscalité : les économies d'impôts*

L'activité de fusion permet d'engendrer des économies d'impôts.

A.J. AUERBACH et D. REISHUS (1988) retiennent au moins trois catégories de gains potentiels :

- Le report des pertes en avant et le report en arrière des crédits d'impôts ;
- La réévaluation d'actifs anciens qui permettra de passer des amortissements ;
- La déduction des intérêts d'emprunt.

Cependant, si la réalité des gains fiscaux n'est pas remise en cause, on peut se demander s'ils peuvent réellement constituer une motivation. A.J. AUERBACH et D. REISHUS (1988) ont testé empiriquement cette hypothèse aux Etats-Unis, et il apparaît que si l'influence n'est pas inexistante, elle demeure néanmoins faible et peut uniquement contribuer à appuyer une autre motivation.

La présentation des théories sur les offres publiques, et plus particulièrement celle concernant la redistribution, permet de pressentir les controverses à propos du rôle économique des offres publiques. En effet, la multiplicité des référents théoriques nourrit le débat entre partisans et opposants aux offres publiques.

1.2.2.2. Le rôle économique controversé des offres publiques :  
les visions libérales et régulatrices s'opposent.

La présentation des différentes motivations théoriques de la partie précédente ne permet pas de juger a priori de la légitimité de celles-ci. **En effet, elle est subordonnée à un accroissement du bien-être social consécutif aux opérations d'offre publique. Cette utilité sociale souscrit en fait à une hypothèse d'amélioration de l'efficacité économique et sociale conjointe des pays et des entreprises concernés.** Or, cette légitimité ne fait pas l'objet d'un consentement généralisé, de nombreux auteurs s'élevant contre le caractère destructeur de certaines opérations.

L'inquiétude générée par la multiplication des opérations hostiles et les pratiques parfois très agressives des raiders ont suscité un débat intense aux Etats-Unis, et, dans une moindre mesure en France, sur la justification économique des OPA. L'origine américaine de ce débat lui donne une connotation particulière au sens où le libéralisme économique y fait l'objet d'un relatif consensus. C'est pourquoi en réponse aux critiques formulées à l'égard des OPA, les tenants d'une politique économique libérale orthodoxe ont tenté de les réhabiliter sur la base d'une argumentation s'appuyant non seulement sur les axiomes de la théorie économique néo-classique, mais aussi, sur une interprétation différente des conséquences constatées des OPA

En réalité, deux visions s'opposent :

— **Une vision régulatrice** où les offres publiques ne sont pas considérées comme des instruments de modernisation des entreprises et d'efficacité, mais, au contraire, compromettent leur survie à terme (1.2.2.2.1.) ;

— **Une vision libérale** où le marché du contrôle des sociétés s'appuyant sur la maximisation de la valeur des entreprises et de la richesse des actionnaires permet de dynamiser l'efficacité des entreprises. Cette vision est en fait la traduction pratique des motivations théoriques (1.2.2.2.2.).

1.2.2.2.1. *La vision régulatrice : les offres publiques ne sont pas des instruments de modernisation et d'efficacité des entreprises mais, au contraire, compromettent leur survie à long terme.*

Les critiques à l'égard des offres publiques se concentrent sur les **opérations à caractère hostile**, et, pour ce qui concerne les Etats-Unis, aux opérations initiées par les **raiders**. En effet, en France par exemple, il n'existe pas véritablement de précédents où les objectifs affirmés de l'initiateur consistaient à réaliser une confortable plus-value à l'issue de l'opération notamment en procédant à une vente "par appartements" de l'entreprise rachetée ou mettant en œuvre un "*greenmail*"<sup>(25)</sup>. Selon les opposants aux offres publiques, ces opérations ont un caractère destructeur et compromettent la survie des entreprises à long terme. C'est pourquoi il est nécessaire de les réguler et de permettre la mise en place des défenses anti-OPA. Enfin, une offre publique ne peut s'avérer efficace que si elle s'intègre à la mise en œuvre d'une stratégie réfléchie et négociée, ce qui exclut les opérations hostiles.

A. *Le caractère destructeur des offres publiques*

J.B. SCHWEMM (1988) développe une argumentation relativement synthétique. Il s'oppose à la vague d'offres publiques hostiles qu'il qualifie d'épidémie. S'il admet volontiers que la gestion de certaines entreprises laisse à désirer et que, dans ces cas-là, les offres publiques peuvent avoir un effet salvateur pour les sociétés cibles, en revanche, l'épidémie actuelle constitue une menace pour l'économie américaine : "*these are the corporate killing fields of America*". Il note :

— Les cibles des offres publiques ne sont pas nécessairement faibles, elles sont souvent fortes, et n'ont pas nécessairement de mauvais managements ;

— En 1986, pour la première fois de l'histoire américaine, plus d'argent a été dépensé en fusions et acquisitions qu'en investissement matériel.

---

(25) Le terme "*greenmail*" est une synthèse du terme familier américain "*greenback*", billet de banque et du mot anglais "*blackmail*", chantage. "*Le raider qui a jeté son dévolu sur une certaine entreprise accepte de se faire racheter par cette dernière le paquet d'actions qu'il détient déjà à un prix supérieur à celui du marché, à la condition d'abandonner ses projets d'acquisition. Les dirigeants des entreprises paient les raiders avec les fonds de la société, c'est-à-dire, avec l'argent que les autres actionnaires préféreraient voir utiliser différemment*" (A. EHRBAR, 1985). Ce type d'opération ne serait vraisemblablement pas autorisé en France car il lèse les autres actionnaires.

Par ailleurs, les conséquences des offres publiques hostiles sont dépeintes ainsi :

- Les suppressions d'emploi sont énormes ;
- La réduction des dépenses de R & D, si elles induisent une amélioration à court terme des résultats financiers, compromettent l'avenir des sociétés ;
- Les fonds de retraite internes aux entreprises sont réduits pour permettre d'assurer le service et le remboursement de la dette contractée à l'occasion du rachat.

**Au total, les entreprises sont considérablement affaiblies par ce type d'opération et la focalisation du nouveau management sur les comptes trimestriels et semestriels, c'est-à-dire sur le court terme, s'exerce au détriment des objectifs à long terme de celles-ci, soit leur avenir.**

En résumé, la critique des procédures d'offres publiques s'articule sur plusieurs axes :

- La focalisation sur le court terme au détriment du long terme remet en question l'avenir des entreprises et par extension celui de l'économie. C'est plus particulièrement l'hypothèse de réduction des dépenses de R & D qui nourrit cette réflexion ;
- Les raiders sont plus intéressés à l'avenir de leur compte en banque qu'à celui de l'entreprise ;
- Les actionnaires ne constituent pas le seul groupe intéressé à l'avenir des entreprises et elles ne peuvent être considérées uniquement sous un angle financier au risque d'omettre les caractéristiques humaines ;
- L'utilisation abusive de l'effet de levier financier et la possibilité de déduire la dette des impôts favorise le développement des offres publiques sans appel à une quelconque rationalité économique.

Ces deux derniers points concernent l'essentiel des critiques et semblent les plus lourds en terme de conséquence, c'est pourquoi ils seront étudiés ici de façon plus précise.

a. *Le coût humain des offres publiques*

Le facteur humain lors d'une offre publique est décisif (G. FRANCK, 1989) et l'ignorer peut conduire à l'échec de la fusion. En effet, "*considérer les actifs d'une société comme un portefeuille qui peut être voué à des usages plus rentables et pouvait faire l'objet d'un effet de levier financier pour rejoindre les conditions dominantes du marché peut être un exercice utile mais dangereux lorsqu'il mène à croire que le capital physique humain n'est pas plus réel que des morceaux de papier dans un portefeuille*" (W.A. LAW, 1986). Ainsi, "*le fait qu'une OPA aboutisse presque sans exception à la chute du moral et à une sévère perturbation de l'organisation humaine réfute l'argument selon lequel l'OPA hostile entraîne une meilleure répartition des ressources. A vrai dire, cela prouve simplement que les "ressources" essentielles de l'entreprise moderne ne sont pas les bâtiments ou l'équipement, ni même le pétrole mais l'organisation humaine*" (P. DRUCKER, 1988).

A. SHLEIFER et L.H. SUMMERS (1988) propose une explication au traumatisme créé par une offre publique hostile. Selon eux, les directions des entreprises établissent des relations de confiance avec leurs employés et les tiers liés à l'entreprise sur la base de contrats implicites. Ces contrats garantissent des meilleures prestations mais sont utilisés aux dépens de la maximisation des intérêts des actionnaires. Le remplacement des directions lors des OPA hostiles libère les nouveaux propriétaires de ces relations de confiance : "*breach of trust*"(26). Non seulement le transfert de valeur des partenaires (employés, fournisseurs, clients,...) aux actionnaires ne permet pas d'attester de l'efficacité des OPA mais, **au contraire, la rupture de ces contrats implicites peut entraîner une perte d'efficacité, le transfert de valeur impliquant une déperdition.** Enfin, il n'est plus possible d'établir des contrats implicites qui garantissent des prestations supérieures, la confiance n'existe plus.

b. *Le problème lié à l'utilisation intensive de l'effet de levier*

Les mécanismes de financement des offres publiques sont à l'origine d'un problème particulièrement aigu : l'utilisation intensive de l'effet de levier financier. **Les LBO et LMBO se sont multipliés, plus spécialement aux Etats-Unis et l'endettement considérable qui résulte de ce type d'opération peut s'avérer dangereux pour les entreprises, les banques prêteuses et la collectivité en général.**

---

(26) la traduction la plus proche est "abus de confiance"



Lorsque la plupart de ces opérations ont été initiées (1986 à 1989), les conditions macroéconomiques étaient très favorables : taux d'intérêt faibles et croissance économique forte, ce qui permettait donc d'envisager sereinement le service et le remboursement de la dette. Cependant, en dépit de taux d'intérêt faibles, une partie du financement a été constituée à partir de "junk bonds"<sup>(27)</sup> au coût supérieur. **Ces montages financiers sont donc très sensibles à un retournement de la conjoncture et, aujourd'hui, à l'occasion du ralentissement de la croissance, des entreprises connaissent de grosses difficultés qui se répercutent sur les établissements bancaires et accroissent la dépression.**

Les entreprises, du fait de leur endettement, sont amenées à adopter des stratégies axées sur les cash-flows à court terme pour assurer le service et le remboursement de la dette ; c'est-à-dire vendre des actifs, diminuer les dépenses de R & D, licencier, ..., ce qui compromet leur survie à terme et les prive de solutions de recours en cas de retournement conjoncturel. De plus (G. HIRIGOYEN, 1991), *"dans une opération de LBO ou RES, le taux d'endettement est fonction de la rentabilité de la société cible qui doit être du type "vache à lait", c'est-à-dire assurée d'une rentabilité importante et régulière, avec de faibles besoins d'investissements. En période de croissance, il n'y a pas beaucoup de risques de dérapages bien que certaines "vaches à lait" aient pu voir leur auto-financement surestimé. Mais, en période de retournement du cycle économique, ce qui est le cas en Europe pour les premières années de la décennie 90, les fonds propres mis en place peuvent s'avérer insuffisants et la situation devenir critique, lorsque le cash flow diminue fortement"*. C'est pourquoi (P. ARTUS, 1990), *"On pourrait peut-être envisager de renforcer l'efficacité (au sens de M.C. JENSEN, 1990) par des méthodes moins dangereuses"*. S'il y a vraiment un coût d'agence entre dirigeants et actionnaires, il peut sans doute se régler sans modifier la structure du passif<sup>(28)</sup>.

---

(27) Le marché des "junk bonds" ou obligations "pourries" est un marché sur lequel les emprunteurs se caractérisent par un risque supérieur et où, en conséquence, les taux sont plus élevés. Aujourd'hui, ce marché a presque totalement disparu en raison d'une progression très forte du taux de défaut et de la disparition de son principal animateur : DREXELL BURNHAM LAMBERT. Les LBO étaient les utilisateurs les plus importants de ce marché.

(28) A. RAPPAPORT (1990) suggère ainsi, plutôt que de recourir aux LBO trop dangereuses, de favoriser l'émergence d'investisseurs actifs, de verser des dividendes plus importants, d'accroître le nombre d'actions détenues par les dirigeants et les employés et de lier les salaires à l'augmentation du cash-flow et de la valeur de l'entreprise.

Néanmoins, on peut noter, à l'instar d'A. COURET et J. FOUGERAT (1991), "*qu'en France, après une opération de reprise d'entreprise par les salariés (équivalent français du LMBO), on a constaté une triple hausse :*

- des effectifs : 5 % par an,
- du bénéfice : 21 % par an,
- des ventes : 13 % par an. ”<sup>(29)</sup>

Au-delà du caractère destructeur des offres publiques illustrées par leurs différents effets pervers, les opposants aux offres publiques insistent sur la nécessité d'une mise en œuvre stratégique de ces opérations incompatible avec leur caractère hostile.

#### B. *La nécessité d'une mise en œuvre stratégique des offres publiques*

A.F. PAYNE (1987) et M.E. PORTER (1989) proposent deux cadres stratégiques complémentaires de l'acquisition. A.F. PAYNE (1987) s'appuie sur sept étapes :

1. Formulation d'une stratégie de l'entreprise ;
2. Diagnostic interne de la firme acquiritrice afin de déterminer les compétences qui pourront être transférées à la compagnie acquise et qui permettront ainsi de tirer partie des synergies ;
3. Détermination du rôle de l'acquisition, c'est-à-dire déterminer la place qu'elle occupera dans la stratégie globale de l'entreprise. Pour cela, il préconise de faire appel à l'analyse de portefeuille ;
4. Développement de critères d'acquisition qui définiront les limites autour desquelles les secteurs et les acquisitions individuelles potentielles devront être évaluées ;

---

(29) Cet optimisme doit être nuancé par les évolutions récentes des LBO. La fin prématurée de l'opération DARTY due au rachat par le britannique KINGFISHER nous incite à la prudence. Comme le souligne la Tribune de l'Expansion (5/6.02.1993) "*Parmi les entreprises connues, on compte peu de succès (SAGEM) pour beaucoup d'échecs (EMINENCE, PIER IMPORT, JEANNEAU,...)*"

5. Identification des secteurs industriels à examiner : *“à partir d'une classification sectorielle, les critères d'acquisition sont considérés comme des filtres pour exclure les secteurs industriels qui ne sont pas appropriés à la stratégie de la firme”* ;
6. Tri et sélection des cibles, c'est-à-dire à l'intérieur du secteur sélectionné : confrontation aux critères d'acquisition, détermination du potentiel de création de valeur et du prix de l'acquisition (possible et maximal notamment lorsqu'une procédure d'offre publique est envisagée);
7. Intégration de l'acquisition, afin de réaliser les synergies prévues grâce à un plan opérationnel d'intégration avec des projets.

Pour A.F. PAYNE (1987), la seule façon de générer un avantage concurrentiel, condition sine qua non de la réussite de l'opération, passe par un transfert de compétences. En revanche, M.E. PORTER (1989) propose un cadre plus complet dans la mesure où il envisage quatre stratégies d'entreprise qui, si elles sont menées correctement et si les conditions s'y prêtent peuvent permettre la réussite :

- la gestion de portefeuille ;
- la restructuration ;
- le transfert des compétences ;
- le partage des activités.

Pour que les principes de la stratégie d'entreprise débouchent sur une diversification réussie, l'entreprise doit choisir sa stratégie à l'issue de 7 étapes (M.E. PORTER, 1989):

1. *“Identifier les rapports existant entre les unités déjà créés ;*
2. *Sélectionner les unités de base qui serviront de fondement à la stratégie d'entreprise ;*
3. *Créer les mécanismes organisationnels horizontaux destinés à faciliter les rapports entre les unités de base et à préparer le terrain pour une diversification future fondée sur l'interdépendance ;*
4. *Rechercher les occasions de diversification permettant un partage des activités ;*

5. *Rechercher la diversification par transferts de compétence si les opportunités de partage des activités sont limitées ou épuisées ;*
6. *Poursuivre une stratégie de restructuration si celle-ci est adaptée aux compétences de l'équipe dirigeante ou s'il n'y a aucune opportunité valable de créer des relations d'interdépendance au sein de l'entreprise ;*
7. *Verser des dividendes afin que les actionnaires puissent être des gestionnaires de portefeuille (et non l'entreprise)".*

**Selon M.E. PORTER (1989), le partage des activités et le transfert des compétences sont les deux stratégies les plus performantes. Mais, pour les mener à bien, il insiste comme A.F. PAYNE (1987) sur la phase d'intégration de l'entreprise. P.C. HASPELAGH et D.B. JEMISON (1987) soulignent, à ce propos, que la création de valeur, lors d'une acquisition, ne commence que lorsque le contrat est signé ; la direction ne doit pas abandonner ses prérogatives après la signature. Les acquisitions ne sont pas une réponse à un problème mais créent des problèmes que l'on doit résoudre si l'on veut qu'elles réussissent. De fait, on suppose, aujourd'hui, que l'échec des fusions est principalement imputable à des problèmes humains et plus particulièrement au choc des cultures des deux entreprises réunies. Malheureusement, les spécialistes des relations humaines sont peu impliqués et les équipes chargées de négocier l'acquisition sont souvent différentes et plus nombreuses que celles responsables de l'intégration (B. BARTHELEMY et S. METZ-LARUE, 1991).**

C. PRICE (1987) propose une méthodologie de l'intégration qui doit permettre de réaliser les synergies prévues. Ainsi, selon lui, il est nécessaire :

1. De s'assurer des cultures des entreprises à fusionner et vérifier qu'elles sont compatibles ;
2. D'être sûr de disposer des compétences pour le projet ;
3. De rencontrer les gens et leur dire la vérité ;
4. D'équilibrer autonomie et intégration ;
5. De maintenir l'identification à l'organisation.

Pour L.T. PERRY (1986), il est possible d'éviter l'échec de la fusion si le management des firmes acquiritrices envoie les bons signaux (sending the right signals). Ces bons/mauvais signaux sont au nombre de 4 :

- L'entreprise est équitable / n'est pas équitable ;
- Nous vous respectons / nous ne vous respectons pas ;
- Nous faisons attention à vous / nous ne faisons pas attention à vous ;
- Nous travaillons ensemble / nous ne travaillons pas ensemble.

La firme acquise doit être incluse dans le processus de formulation de la stratégie afin de gagner le support du management et d'éviter au moins partiellement, l'important turnover des cadres dirigeants qui se manifeste souvent dans ces cas-là, et constitue l'une des causes majeures d'échec des fusions. **En résumé, la réussite des fusions est conditionnée par le mariage des cultures des entreprises et par l'attitude de la firme acquiritrice vis-à-vis de la société cible, ce qui semble difficilement compatible avec une offre publique hostile qui heurte de plein fouet l'entreprise cible, le caractère amical d'une opération ne dispensant pas de la gestion de l'intégration.**

Le caractère destructeur des offres publiques et la nécessité d'une mise en œuvre stratégique a conduit les opposants aux offres publiques à prôner une régulation de celles-ci.

### C. *Les conséquences réglementaires : régulation et légitimité des défenses anti-OPA.*

Compte-tenu des conséquences négatives dépeintes ci-dessus, les opposants aux offres publiques appellent de leurs vœux une réglementation contraignante des offres publiques qui protège les entreprises des attaques hostiles.

Pour ce faire, ils distinguent les offres qui s'inspirent d'une logique industrielle de celles qui suivent une logique financière ; ce sont ces dernières qu'il convient de réglementer voire d'interdire. Cependant, la distinction est relativement artificielle dans la mesure où les initiateurs habillent leurs discours d'arguments industriels et toute velléité réglementaire s'appuyant sur cette distinction serait vouée à l'échec ou risquerait de sombrer dans l'arbitraire d'une commission<sup>(30)</sup>, de l'Etat, ... , selon le procédé choisi. L'interdiction de l'ensemble des opérations hostiles ne semble pas souhaitable car elle pourrait être synonyme de sclérose. Dans la continuité de ces propositions, les détracteurs des offres publiques suggèrent de faciliter réglementairement les défenses anti-OPA, ce qui pose à nouveau les mêmes problèmes.

---

(30) H. KRIFA (1990) suggère la création d'un conseil économique de surveillance des offres publiques qui pourrait donner un avis sur la justification des opérations.

Les exemples des réussites économiques allemandes et japonaises où les offres publiques sont inconnues justifient a posteriori cette interdiction mais il est peut-être un peu présomptueux d'associer les succès de ces pays à l'absence de ces opérations.

1.2.2.2.2. *La vision libérale : le marché du contrôle des sociétés s'appuyant sur la maximisation de la valeur des entreprises et de la richesse des actionnaires permet de dynamiser l'efficacité des entreprises.*

Les partisans des offres publiques s'appuient sur deux argumentations pour justifier de la légitimité de ces opérations, d'une part, elles facilitent la restructuration du tissu industriel et contribuent à la prospérité du pays, d'autre part, elles permettent de rétablir les actionnaires dans leurs droits et améliorent ainsi l'efficacité des entreprises. De ce fait, ils militent pour une réglementation très libérale des offres publiques où les défenses anti-OPA sont strictement encadrées.

A. *La restructuration du tissu industriel due aux offres publiques contribue au progrès économique.*

*“Faciliter les restructurations, c'est l'avantage des OPA” (P. COMBIN, 1989) qui se matérialise à la suite d'un mécanisme de création de valeur. “La croissance externe et son instrument, l'offre publique, permet les restructurations, les regroupements, tant au niveau des entreprises elles-mêmes qu'au niveau des secteurs économiques. C'est ainsi que les mutations se font, qu'entreprises et secteurs s'adaptent et que l'économie se renforce, produisant davantage de profit, facilitant l'emploi et augmentant le pouvoir d'achat des salariés” (M. REFAIT, 1991).*

L'hypothèse d'efficacité de ces restructurations s'appuie, en réalité, essentiellement sur les enseignements de la théorie de l'efficience : “En provoquant des synergies, en regroupant des firmes complémentaires, en créant des économies d'échelle, en élargissant les débouchés, en offrant un plus grand service à la clientèle, en renforçant l'image du groupe, en améliorant la rentabilité et donc les dividendes ou les fonds propres, une fois la dette remboursée, la croissance externe renforce les entreprises. Elle les oblige aussi à se prémunir contre une attaque éventuelle et à se rendre moins vulnérables, bien que la croissance soit, elle-même, un moyen de se prémunir contre une attaque dont elle renchérit le coût. De plus, elle réduit le risque d'illiquidité et donc de faillite, en augmentant le patrimoine global de la firme. En se regroupant, les sociétés se dotent de plus de moyens de recherche, donc d'innovation, s'assurant ainsi une meilleure pérennité” (M. REFAIT, 1991).

**Ainsi, si les offres publiques ne sont pas elles-mêmes créatrices de richesse puisqu'elles contribuent surtout au transfert en faveur des actionnaires des sociétés cibles, en revanche elles peuvent favoriser le progrès économique.**

B. *Les offres publiques permettent de rétablir le primat des actionnaires sur les gestionnaires pour le plus grand bénéfice des entreprises.*

La théorie de l'agence inspire cette argumentation, ce qui s'explique par l'attention intrinsèque qu'elle porte aux actionnaires.

M.C. JENSEN (1984) illustre bien cet état d'esprit lorsqu'il affirme que "les actionnaires sont les éléments les plus importants de l'entreprise moderne et que leurs intérêts doivent être pris en compte en premier lieu lorsque l'on s'intéresse à la vague actuelle des fusions et acquisitions." Or, les intérêts des actionnaires passent par une maximisation de la valeur des entreprises, ce qui concorde avec la prime payée aux actionnaires de la société cible lors de la prise de contrôle par offre publique.

T.B. PICKENS (1986, 1988-A, 1988-B), un des raiders les plus célèbres aux Etats-Unis, justifie ses opérations sur la base de ce primat de l'actionnaire et de la théorie de l'agence. En effet, selon lui, la plupart des entreprises ne sont pas gérées efficacement, les directions recherchent plus le pouvoir que la rentabilité (managérialisme). Or, une entreprise bien dirigée satisfera l'ensemble de ses partenaires outre les actionnaires : salariés, consommateurs, et, par extension, la société dans son ensemble. De plus, elle sera cotée à sa véritable valeur en bourse et ne craindra pas les attaques car son rachat ne permettra pas à l'acquéreur de réaliser des profits substantiels en tentant d'améliorer son organisation et/ou en revendant certains actifs, la prime payée lors de l'OPA ne correspondant qu'à l'amélioration potentielle de la compétitivité de l'entreprise. D'autre part, la rentabilité attendue doit non pas servir à des diversifications hasardeuses mais, au contraire, être versée sous forme de dividendes aux actionnaires (théorie du free cash flow) qui consommeront et investiront et ainsi participeront à la croissance économique. J. GOLDSMITH (1986) s'inscrit dans la même ligne que T.B. PICKENS (1986, 1988-A, 1988-B) en ce sens qu'il s'élève contre le corporatisme et l'establishment qui favorisent l'immobilisme au sein des entreprises et à terme menacent la compétitivité de celles-ci. **L'objectif des entreprises n'est plus l'efficacité économique mais la survie du système dirigeant et l'accroissement du pouvoir institutionnel de celui-ci (managérialisme).** C'est pourquoi le système dirigeant devrait devenir un véritable actionnaire de son entreprise (par exemple grâce à un LMBO<sup>(31)</sup>).

---

(31) les LMBO sont une forme de LBO où les acheteurs sont constitués du management de la société.

**M.C. JENSEN (1984) réfute enfin l'ensemble des effets pervers attribués aux offres publiques par l'observation de la pratique :**

- “Les offres publiques par des sociétés extérieures ne portent pas préjudice aux actionnaires de la société cible ; en fait, ils en tirent un bénéfice substantiel ;
- Les offres publiques ne gaspillent pas de ressources ; elles utilisent les actifs de façon productive ;
- Les offres publiques ne détournent pas les capacités de crédit de l'investissement et de la recherche de développement ;
- Les offres publiques ne créent pas de profits par la création d'un pouvoir de monopole ;
- L'interdiction des fermetures d'usines, des licenciements et des démissions suivant les offres publiques réduirait l'efficacité du marché et le niveau de vie général ;
- Bien que les dirigeants défendent leurs propres intérêts, l'environnement dans lequel ils évoluent leur laisse relativement peu de marge de manœuvre pour établir leur fortune personnelle aux dépens des actionnaires. Les actes des chefs d'entreprises relatifs au contrôle ne portent généralement pas préjudice aux actionnaires, mais des plans d'actions qui éliminent les offres publiques actuelles ou potentielles sont les plus suspects des exceptions à cette règle ;
- Les "parachutes dorés"<sup>(32)</sup> des dirigeants d'entreprises (interdits en France) sont en principe dans l'intérêt des actionnaires même si l'on peut constater des abus.
- En général, l'activité des spécialistes des offres publiques (raiders) est bénéfique pour les actionnaires. ”

Cette vision des offres publiques conduit à plaider pour une réglementation minimale et des défenses anti-OPA encadrées.

---

(32) Les "parachutes dorés" sont une défense anti-OPA qui consiste à prévoir une compensation financière versée aux dirigeants qui seraient licenciés à la suite d'une offre publique hostile réussie.



C. *Les conséquences réglementaires : libéralisme et défenses anti-OPA encadrées.*

L'hypothèse de l'influence positive des offres publiques suggère la nécessité d'une restriction à la mise en place d'une réglementation. Celle-ci doit rester très légère, empreinte de libéralisme, afin de faciliter autant que possible les opérations envisagées. Seule une commission de la concurrence, à l'image de la Grande-Bretagne ou des Etats-Unis doit pouvoir limiter les offres publiques afin d'éviter la constitution de monopoles. A l'inverse, cette réglementation devrait sérieusement limiter les défenses anti-OPA qui nuisent à la fluidité du marché du contrôle des sociétés et peuvent contribuer à maintenir un management inefficace du fait de leur existence. Tels sont les éléments d'une argumentation qui a produit ses effets.

Les défenses anti-OPA sont motivées (P. AGNELLET, L. GEOFFROY et J.C. VIARNAUD, 1989) par deux considérations des dirigeants d'entreprises :

- garantir l'indépendance de la société ;
- éviter que la société soit rachetée à faible prix en raison d'une sous-évaluation passagère.

En réalité, les partisans des offres publiques s'opposent aux défenses anti-OPA seulement dans le premier cas de figure, **c'est-à-dire si elles sont mises en place afin de se garantir contre la prise de contrôle**, alors elles sont répréhensibles, et, au contraire, si elles sont destinées à protéger les intérêts des actionnaires (deuxième cas de figure), elles sont souhaitables. KABIR R., CANTRIJN D. & JEUNINK A. (1993) abondent dans ce sens dans la mesure où ils ont montré que les dépenses anti-OPA avaient une influence négative sur la performance boursière des entreprises hollandaises.

Le mouvement des offres publiques a suscité une large controverse dans laquelle les partisans ne se recrutent pas seulement parmi les raiders et les critiques parmi les industriels susceptibles de devenir leur victime. Le tableau n° 13 permet de recenser les principaux arguments favorables ou défavorables aux offres publiques.

TABLEAU n° 13 : RECENSEMENT DES ARGUMENTS FAVORABLES OU DEFAVORABLES AUX OFFRES PUBLIQUES.

FAVORABLES	DEFAVORABLES
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Meilleure adaptation de l'entreprise au marché après restructuration.</li> <li>• Meilleure adaptation des secteurs après restructuration.</li> <li>• Amélioration des gains des actionnaires.</li> <li>• Rétablissement de l'actionnaire dans ses droits.</li> <li>• Amélioration de la gestion et de la rentabilité de l'entreprise.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mauvaise allocation des ressources humaines et financières.</li> <li>• Rétrécissement de l'horizon de la firme au court terme.</li> <li>• Augmentation dangereuse de l'endettement de l'entreprise.</li> <li>• Accélération de la concentration et dégradation de la concurrence.</li> <li>• Réduction des dépenses de R &amp; D.</li> <li>• Coût humain très important.</li> <li>• Nécessité d'une mise en œuvre stratégique incompatible avec les opérations hostiles.</li> </ul>

Source : adapté à partir du tableau initial de H. KRIFA (1990)

La pluralité des motivations théoriques que nous avons mise en évidence, non seulement n'a pas permis de juger du caractère positif ou négatif des offres publiques mais, au contraire, a nourri une controverse aiguë sur leur efficacité potentielle. Ce débat et la volonté des pouvoirs publics de connaître les conséquences exactes de ces opérations afin d'en tirer les conséquences réglementaires ont accompagné la réalisation de nombreuses études empiriques destinées à valider l'une ou l'autre des conceptions.

### 1.3. MOTIVATIONS ET EFFICACITE DES OFFRES PUBLIQUES : LA MULTIPLICITE DES VALIDATIONS EMPIRIQUES

On distingue à l'intérieur de la littérature empirique deux catégories de recherche :

- la prévision des OPA et la mise en évidence des caractéristiques des firmes initiatrices et/ou cibles (1.3.1.) ;
- la performance et l'efficacité des OPA (1.3.2.).

#### 1.3.1. La validation empirique des motivations des offres publiques : la prévision des OPA et la mise en évidence des caractéristiques des firmes initiatrices et/ou cibles

Avant de présenter les recherches empiriques, il est nécessaire d'éclairer plusieurs **spécificités méthodologiques rémanentes** parmi ces contributions<sup>(33)</sup> :

- les investigations utilisent généralement deux catégories d'échantillon, un échantillon d'analyse à partir duquel on estime les modèles et on procède à des reclassements a posteriori comme premier test de la validité, d'une part, et, d'autre part, on teste réellement la validité du modèle estimé (prévision des OPA) sur un échantillon témoin ;
- les caractéristiques des entreprises initiatrices et/ou cibles sont comparées à des entreprises témoins (technique du pairage) afin de mettre en évidence leurs singularités ;
- les variables explicatives utilisées sont de différentes natures : comptables (le plus souvent présentées sous la forme de ratios), boursières (cours boursiers, capitalisation boursière, PER, ...) et qualitatives (appartenance sectorielle, structure de l'actionnariat, ...)
- plusieurs méthodologies sont adaptées à l'estimation de modèles explicatif et/ou prévisionnel : régression linéaire, analyse discriminante, régressions LOGIT et PROBIT, ... ;
- Les offres publiques sont considérées comme réussies lorsqu'elles ont été effectivement finalisées par une transaction ; à l'inverse, elles sont manquées.

---

(33) Les points sont justifiés et discutés plus longuement dans la deuxième partie consacrée aux choix méthodologiques.

L'environnement des offres publiques étant très différent d'un pays à l'autre, les investigations des chercheurs ont été menées dans un cadre domestique à l'exception de l'étude de P.H. EDDEY (1991). Les Etats-Unis ont généré l'activité de recherche la plus intense et la plus ancienne (1971) dans ce domaine, c'est pourquoi les contributions américaines sont présentées en premier lieu. Plusieurs autres pays ont néanmoins fait l'objet de recherches s'inscrivant dans la démarche d'analyse des motivations des offres publiques : Grande-Bretagne, Canada, Australie et France<sup>(34)</sup>. La situation française est présentée en dernier lieu compte-tenu de notre propre champ d'investigation.

#### 1.3.1.1. Les Etats-Unis

19 études américaines ont été identifiées. Elles se répartissent dans le temps de 1971 à 1992 avec une forte représentation de la décennie 80 (15 références), ce qui montre la préoccupation récente pour les caractéristiques d'entreprises impliquées dans une OPA, et, pour la prévision des OPA. Il n'existe pas d'école de pensée localisée dans l'espace dans la mesure où ces contributions émanent d'universités très différentes : NEW-YORK, ARIZONA, TEXAS, MISSOURI, CALIFORNIE, ...

De la même façon, les recherches ont été publiées dans des revues distinctes, seul le Journal Of Financial and Quantitative Analysis concentre 3 publications (D.L. STEVENS - 1973, J.F. NIELSEN & R.W. MELICHER - 1973 et J. HASBROUCK, 1985). Elles concernent plutôt des revues financières<sup>(35)</sup> mais aussi des revues généralistes en économie et gestion.

Les contributions sont rarement le fait d'auteurs semblables : R. MØRCK, A. SHLEIFER et R.W. VISHNY (2 références, 1988 et 1989), J.W. BARTLEY et C.M. BOARDMAN (2 références, 1986 et 1990).

Le tableau n° 14 récapitule l'ensemble des références.

---

(34) On note que seuls les pays connaissant un minimum d'activité dans ce domaine ont permis les analyses. Ainsi des nations aux poids économiques importants ne sont pas représentées telles l'Allemagne, le Japon ou l'Italie.

(35) Journal of Financial and Quantitative Analysis (3 références), Journal of banking and Finance (2 références), Managerial Finance (1 référence), Journal of Financial Economics (1 référence), Journal of Money Credit and Banking (1 référence), Journal of Business Finance and Accounting (1 référence), Journal of Accounting and Economica (1 référence).

TABLEAU n° 14 : LES RECHERCHES EMPIRIQUES AMERICAINES SUR LES  
MOTIVATIONS DES OFFRES PUBLIQUES

Auteurs	Objectif(s)/Hypothèse(s)	Echantillon	Variables	Méthodologies	Résultats
M. SIMKOWITZ & R.J.MONTROE 1971	Détermination du profil financier des firmes absorbées par des conglomérats	. Un échantillon d'analyse de 23 firmes cibles en 1968 avec un pairage par 25 firmes témoins. . Un échantillon de contrôle de 23 firmes cibles en 1968 avec un pairage par 64 firmes témoins	7 ratios financiers et boursiers mesurés de 1 à 3 ans avant l'OPA	Analyse discriminante	Prévision correcte à 77% pour l'échantillon d'analyse et à 63,2% pour l'échantillon témoin
D.L. STEVENS 1973	La fusion est un investissement alternatif aux autres décisions d'investissement qui concourent pour des fonds limites	. Un échantillon de 40 firmes cibles de 1964 à 1966 avec un pairage par 40 firmes témoins.	17 ratios financiers mesurés pendant les 2 années précédant l'OPA.	Analyse discriminante	Prévision correcte à 70% pour l'échantillon d'analyse et à 67,5% pour l'échantillon témoin
J.F. NIELSEN & R.W.MELICHER 1973	Déterminer le lien entre l'importance de la prime et des facteurs de synergie supposés.	. 128 entreprises initiatrices et cibles pour des OPA enregistrées de 1960 à 1969.	. 11 indicateurs de synergie . 2 indicateurs de prime . 7 ratios financiers et boursiers mesurés 1 an avant l'opération.	Analyse discriminante	Une différence importante des PER et une profitabilité faible des cibles sont caractéristiques des primes élevées. Le modèle reclasse correctement à 73,5% les firmes de l'échantillon
R.S. HARRIS J.F. STEWART D.K. GUILKEY W.T.CARLETON 1982	Détermination des facteurs associés avec l'attractivité d'une firme en tant que candidate à l'OPA	— 61 firmes cibles en 1976 et 1977 — 45 firmes cibles en 1974 et 1975 — 1200 firmes non opérées	16 Ratios financiers et boursiers plus 4 caractéristiques sectorielles mesurés sur les 2 années précédant l'OPA.	Régression PROBIT	Les modèles PROBIT estimés ne sont pas capables de déterminer les différences entre firmes opérées et non opérées
G.W. GALLINGER 1982	Examen des différences structurelles de l'environnement, de performance et stratégiques entre les firmes opérées et non opérées	Un échantillon d'analyse de 66 firmes cibles et un échantillon témoin de 93 firmes non opérées pour des OPA observées de 1958 à 1973	24 variables d'environnement, 2 de stratégie, 18 de performance mesurées de 1 à 3 ans avant l'OPA.	Analyse discriminante des facteurs	Les poids discriminants des composantes du modèle sont respectivement : structure (37%) stratégie (5%) et performance (58%)
J.N. WANSLEY W.A. LANE 1983	Le profil financier des cibles potentielles est un facteur important du processus de décision dans le cadre de la maximisation de la richesse de l'actionnaire.	Un échantillon d'analyse de 44 firmes cibles d'OPA en 1975 et 1976 et de 44 firmes témoins. Un échantillon de contrôle de 39 firmes cibles d'OPA en 1977 et 39 firmes témoins.	Ratios comptables, financiers et boursiers	Analyse discriminante	Le profil d'une firme cible par rapport à une firme non opérée : . PER inférieur . Endettement inférieur . Taille inférieure . Croissance supérieure . Q de tobin inférieur Prévision correcte à 75 % pour l'échantillon d'analyse et 69,2% pour l'échantillon de contrôle.
J.K. DIETRICH E. SORENSEN 1984	Détermination des caractéristiques des firmes cibles	Un échantillon d'analyse de 24 firmes cibles d'OPA de 1969 à 1973 et de 43 firmes témoins. Un échantillon de contrôle de 6 firmes cibles et 17 firmes témoins.	10 ratios financiers et boursiers mesurés 1 an avant l'opération.	Régression LOGIT	La probabilité d'OPA est d'autant plus forte que : . la part des résultats distribués est faible . le ratio CA/Actif total est faible . la capitalisation boursière est faible . les transactions boursières sont élevées . le levier financier est faible. Le modèle LOGIT estimé est de très bonne qualité. Prévision correcte à 92,54% sur l'échantillon d'analyse et à 91% sur l'échantillon témoin.

R.A.WALKLING 1985	Détermination de l'influence de la prime sur le succès des OPA et construction d'un modèle prédictif pour deux sous-échantillons : hostiles / amicales	158 OPA de 1972 à 1977	5 Données boursières quantitatives et qualitatives mesurées pendant l'opération.	Régression LOGIT	La prime augmente la probabilité de succès des OPA surtout si elle est hostile. Le modèle LOGIT général estimé prévoit correctement à 79,6% et à 60% sur l'échantillon témoin. Le modèle LOGIT amical prévoit correctement à 84% et à 82% sur l'échantillon témoin. Le modèle LOGIT hostile prévoit correctement à 83% et à 63% sur l'échantillon témoin.
J.HASBROUCK 1985	Construction d'un modèle de prévision et vérification empirique des motifs théoriques	Un échantillon de 86 firmes cibles d'une OPA de 1976 à 1982 et de 344 entreprises témoins.	3 ratios financiers et boursiers.	Régression LOGIT	La probabilité d'OPA est d'autant plus forte que le Q de Tobin est faible. Les modèles LOGIT estimés ne sont pas significatifs (nombre de variables insuffisantes)
J.W.BARTLEY C.M.BOARDMAN 1986	Test du caractère discriminant du ratio Q de Tobin ajusté par l'inflation pour la prévision des OPA	Un échantillon de 33 firmes cibles d'une OPA en 1978 et de 33 firmes témoins.	— ratio Q de Tobin — 13 ratios boursiers et financiers mesurés 1 an avant l'opération.	Analyse discriminante	Le ratio Q est la variable la plus discriminante. Prévission correcte à 64%
K.G.PALEPU 1986	• Analyser les problèmes méthodologiques associés au développement de modèle de prévision. Examiner la possibilité de prévoir les firmes qui feront l'objet d'une offre publique après avoir corrigé les problèmes méthodologiques des études antérieures.	Un échantillon d'analyse : 153 firmes cibles de 1971 à 1979 et 256 firmes non opérées de 1971 à 1979. Un échantillon témoin de 1117 firmes observées en 1980, 30 opérées et 1087 non opérées.	10 ratios financiers et boursiers mesurés de 1 à 4 ans avant l'opération.	Régression LOGIT	Les modèles estimés sont statistiquement significatifs. Cependant lorsque le meilleur modèle est testé sur l'échantillon témoin, seules 80% des firmes opérées sont correctement classées. Une stratégie d'investissement fondée sur ce modèle ne produit aucun sur-rendement. La probabilité d'OPA est d'autant plus forte que : • les rendements boursiers sont faibles • la croissance est faible • le levier financier est faible • le secteur d'appartenance est perturbé • la taille est faible
R. MØRCK A. SHLEIFER R.W.WISHNY 1988	Tentative de vérification d'une conjoncture : les OPA disciplinaires sont souvent hostiles et les OPA synergistiques sont souvent amicales.	454 firmes observées de 1981 à 1985 dont 40 ayant subi une OPA hostile et 42 une OPA amicale	15 ratios financiers et boursiers, et données quantitatives et qualitatives sur la structure de l'actionariat et de la direction, mesurés de 1 à 10 ans avant l'opération.	Régression PROBIT	La conjoncture initiale est validée empiriquement, ce qui contredit utilement les théories de l'efficience et de l'agence.
D.C. CHENG, B.E. GUP & L.D. WALL 1989	Comprendre les déterminants du prix payé lors d'une OPA sur une banque et la capacité de la cible à contribuer à la rentabilité future de l'initiatrice	136 OPA bancaires observées de 1981 à Juillet 1986 dans le Sud-Est des USA	Ratios financiers et boursiers caractéristiques des firmes initiatrices (13) et cibles (10) mesurés sur les 5 années précédant l'OPA.	Régression multiple	• La prime est influencée positivement par la croissance, la rentabilité et le pourcentage de provisions de la cible et l'évaluation boursière de l'initiatrice. Elle est minorée par la croissance et la rentabilité de l'initiatrice et la taille relative de l'initiatrice et de la cible. • Les meilleurs managers paient plus cher leurs acquisitions. • Les opérations de rachat sont l'occasion pour certaines banques initiatrices de rattraper leur retard de croissance et de rentabilité.
W.H.MIKKELSON & M.M. PARTCH 1989	Examen de lien entre droits de vote détenus par les managers et probabilité d'OPA	240 firmes choisies au hasard en 1972 et observées jusqu'en 1987.	11 variables boursières et caractéristiques des opérations	Régression LOGIT	La probabilité d'OPA n'est pas liée aux droits de vote détenus par les dirigeants.

B.H. BALTAGI & J.M. GRIFFIN 1989	Tester les théories du free cash flow et de l'agence	25 firmes pétrolières observées de 1979 à 1985 dont 11 opérées durant cette période	Investissement, cash flow, changement de direction	Régression multiple	La théorie du free cash flow est validée tandis que la théorie de l'agence est confirmée seulement pour les investissements de R & D et les dépenses d'exploration pétrolière.
R. MØRCK, A. SHLEIFER & R.W. VISHNY 1989	Mise en évidence des caractéristiques distinctives des firmes opérées qui expliquent le recours à une OPA hostile pour modifier le management d'une entreprise.	• 446 firmes issues du Fortune 500 de 1980 observées de 1981 à 1985, dont 74 ont été rachetées : 40 hostiles, 34 amicales.	. 3 indicateurs de performance financiers, boursiers et sociaux mesurés de 1978 à 1980. . 3 caractéristiques du management en 1980. . Turnover des dirigeants.	Régression LOGIT	Les firmes dont le turnover de la Direction est élevé enregistrent des performances plus faibles. Si le conseil d'administration utilise sa fonction disciplinaire lorsque la firme obtient des résultats plus faibles que ses concurrents sectoriels, par contre, lorsque le secteur lui-même est déprimé, ce sont les OPA hostiles qui permettent de restructurer la direction. Ainsi, les firmes cibles d'une OPA hostile appartiennent plutôt à des secteurs troubles.
B.G.BARADWAJ D.R. FRASER & E.P.H.FURTADO 1990	• Mesurer la performance des OPA hostiles et amicales pour les banques cibles et initiatrices et leur différence. • Déterminer si les caractéristiques des banques cibles sont différentes si l'opération est hostile ou amicale.	• Un échantillon d'analyse "hostile" : 24 banques cibles et 23 initiatrices. • Un échantillon de contrôle "amical" : 30 banques cibles et 30 initiatrices (OPA de 1980 à 1987)	• Cours boursiers • 7 Variables boursières comptables et de répartition du capital mesurées de 1 à 3 ans avant l'opération.	• Rendements anormaux • Régression LOGIT	• Quelle que soit la nature de l'opération, les performances des banques initiatrices sont négatives (1 à 4 %). Par contre la performance des banques cibles est beaucoup plus importante lorsque l'opération est hostile (24,5 % contre 14,3 %). • La rentabilité des cibles amicales est supérieure, plus la banque est importante, plus la probabilité d'OPA hostile est élevée.
J.W. BARTLEY C.M.BOARDMAN 1990	Test de l'amélioration de la capacité prédictive des modèles de prévision des OPA par adjonction de variables déflatées	41 firmes cibles d'OPA de 1979 à 1981 et 153 firmes témoins.	26 ratios financiers mesurés en 1979.	Analyse discriminante	La capacité prédictive est améliorée par les variables déflatées, prévision correcte à 82,5% pour le modèle estimé final
BANNISTER J.W. & RIAHI-BELKAOUI A. 1992	Mesurer les différences entre les entreprises cibles et leur secteur en terme de performance et leur conséquence sur l'efficacité des OPA	63 firmes cibles d'OPA de 1977 à 1989 comparées à leurs secteurs d'appartenance.	3 ratios financiers et cours boursiers mesurés de 1 à 3 ans avant l'opération.	• Rendements anormaux • Régression multiple	• Les cibles sont moins performantes que leurs concurrentes sectorielles et sont rachetées pour les accroître. (théorie de l'agence et du free cash flow)

Les principales recherches américaines sur les motivations des offres publiques permettent de tirer quelques conclusions :

— On peut raisonnablement penser que les modèles, notamment lorsqu'ils sont suffisamment exhaustifs dans le choix des variables comptables, boursières et qualitatives, sont à même de modéliser et prévoir correctement les offres publiques. Le meilleur modèle est le fait de J.K. DIETRICH et E. SORENSEN (1984) qui obtiennent des prévisions correctes à 92,54 % sur l'échantillon d'analyse et à 91 % sur l'échantillon témoin à partir de 10 ratios financiers et boursiers et d'une régression LOGIT. Au contraire, J. HASBROUCK (1985) ne parvient pas à estimer de modèles significatifs avec une régression LOGIT du fait d'un choix trop restrictif de données : 3 ratios financiers et boursiers ;

— Les modèles anciens semblent moins performants en raison certainement de l'existence de biais méthodologiques et de l'utilisation de techniques statistiques moins performantes. Les études de M. SIMKOWITZ et R.C. MONROE (1971), D.L. STEVENS (1973) et J.F. NIELSEN et R.W. MELICHER (1973) parviennent à des prévisions correctes oscillant entre 63,2 % et 77 % avec l'utilisation d'une analyse discriminante tandis que les contributions de J.K. DIETRICH et E. SORENSEN (1984) et R.A. WALKLING (1985) obtiennent des prévisions correctes évoluant de 60 % à 92,54 % avec des régressions LOGIT. L'emploi de la régression LOGIT semble ainsi préférable à l'analyse discriminante. La déflation des variables est aussi un facteur d'amélioration des résultats (J.W. BARTLEY et C.M. BOARDMAN, 1990) ;

— Les motivations théoriques sont attachées à des variables explicatives différentes, ce qui complique la mise au point d'un outil de prévision performant d'une exhaustivité difficile à mettre en œuvre ;

— Enfin, les variables explicatives évoluent dans le temps, ce qui confirme l'existence de variables d'environnement notamment en terme sectoriel (R. MØRCK, A. SHLEIFER & R.W. VISHNY - 1989 et K.G. PALEPU - 1986).



## Cinq motivations théoriques sont confirmées implicitement :

— L'hypothèse d'Hubris : l'importance de la prime augmente la probabilité de succès des OPA surtout si elle est hostile (R.A. WALKLING, 1985), ce qui sous-entend que les entreprises cibles puissent être "surpayées" ;

— La sous-évaluation des cibles : J. HASBROUCK (1985) et J.W. BARTLEY et C.M. BOARDMAN (1986) constatent que la probabilité d'OPA est d'autant plus forte que le Q de Tobin est faible ;

— La théorie de l'agence : les OPA disciplinaires sont le plus souvent hostiles (R. MØRCK, A. SHLEIFER et R.W. VISHNY, 1988), le conseil d'administration utilise sa fonction disciplinaire lorsque la cible obtient des résultats plus faibles que ses concurrents et les OPA hostiles sont plus le fait de secteurs troublés (R. MØRCK, A. SHLEIFER & R.W. VISHNY, 1989, et J.W. BANNISTER & A. RIAHI-BELKAOUI, 1992).

— La théorie du free cash-flow : les entreprises sont moins performantes que leurs concurrentes sectorielles et la gestion de leur cash flow n'est pas efficiente (B.H. BALTAGI & J.M. GRIFFIN, 1989, et J.W. BANNISTER & A. RIAHI-BELKAOUI, 1992).

— La théorie de l'efficience : les OPA synergistiques sont souvent amicales (R. MØRCK, A. SHLEIFER & R.W. VISHNY, 1988).

### 1.3.1.2. La Grande-Bretagne

4 études anglaises ont pu être recueillies : J. TZOANNOS et J.M. SAMUELS (1972), A. SINGH (1975), M.S. KUMAR (1985) et P. BARNES (1990) (tableau n° 15)

Tableau n° 15 : LES RECHERCHES EMPIRIQUES ANGLAISES SUR LES MOTIVATIONS DES OFFRES PUBLIQUES.

Auteurs	Objectif(s)/Hypothèse(s)	Echantillon	Variabes	Méthodologies	Résultats
TZOANNOS J. & SAMUELS J.M. 1972	Identification des caractéristiques distinctives des firmes cibles et initiatrices	. Un échantillon d'analyse de 36 firmes cibles d'OPA en 1967-1968 et de 32 firmes témoins. . Un échantillon d'analyse de 30 firmes initiatrices d'OPA de 1967-1968 et de 32 firmes témoins.	11 Ratios financiers et boursiers	Régression linéaire multiple	Toutes les variables individuelles sont significatives mais pas de conclusion générale significative
SINGH A. 1975	Etude de la nature du processus de sélection des offres publiques, de son efficacité, et de ses conséquences pour la théorie de la firme	463 sociétés observées de 1955 à 1970 dont 112 cibles d'OPA de 1967 à 1970 issues de 4 secteurs (alimentation, boissons, habillement, ingénierie).	5 ratios financiers mesurés de 1 à 3 ans avant l'opération.	Analyse discriminante	L'analyse discriminante ne permet pas de bonnes prévisions (54% de bons reclassements). La probabilité d'acquisition est d'autant plus faible que la firme cible est petite ou grande. La probabilité d'acquisition est d'autant plus forte que la rentabilité des cibles est faible. L'analyse discriminante distingue correctement les firmes cibles des firmes initiatrices (83% de bons reclassements)
KUMAR M.S. 1985	Etude des relations entre croissance, acquisition et taille des firmes initiatrices	3 échantillons : • 1747 firmes observées de 1960 à 1965 • 1021 firmes de 1966 à 1971 • 824 firmes de 1972 à 1976	7 Données de taille et de croissance mesurées sur chacune des périodes.	Régression linéaire multiple.	Il n'y a pas de relation systématique entre taille et acquisition, et de plus il existe une relation négative entre taille et croissance par acquisition pour les firmes industrielles
BARNES P. 1990	Mise au point d'un modèle de prévision des OPA	. Un échantillon d'analyse de 92 firmes cibles d'OPA en 1986-1987 et de 92 firmes témoins. . Un échantillon de contrôle de 37 firmes cibles d'OPA en 1986-1987 et de 37 firmes témoins.	9 Ratios financiers mesurés sur les 2 années précédant l'opération.	Analyse discriminante	Prévision correcte à 68,48% pour l'échantillon d'analyse et à 74,3% sur un échantillon témoin.

Hormis l'étude de P. BARNES (1990), les conclusions de ces études sont peu significatives. Cela s'explique par des préoccupations centrées sur des points isolés : taille, croissance, rentabilité... qui ne permettent pas de modéliser correctement le mouvement d'ensemble des OPA. Même la recherche de P. BARNES (1990), en dépit de ses qualités méthodologiques, est limitée par l'utilisation d'indicateurs uniquement comptables et financiers du fait de l'analyse discriminante<sup>(36)</sup>.

### 1.3.1.3. Le Canada

Seules deux recherches empiriques (A. BELKAOUI, 1978 et U.P. REGE, 1984)<sup>(37)</sup>, s'intéressant à la prévision des offres publiques on pu être identifiées (tableau n° 16)

Tableau n° 16 : LES RECHERCHES EMPIRIQUES CANADIENNES SUR LES MOTIVATIONS DES OFFRES PUBLIQUES

Auteurs	Objectif(s)/Hypothèse(s)	Echantillon	Variabes	Méthodologies	Résultats
BELKAOUI A. 1978	Identification des entreprises visées par une OPA	25 firmes cibles d'OPA de 1960 à 1968 et 25 firmes témoins.	17 ratios financiers mesurés sur les 5 années précédant les OPA	Analyse discriminante	Les prévisions correctes varient de 72% à 84% et de 70% à 85% sur un échantillon témoin
REGE U.P. 1984	Test de l'utilisation de données comptables pour la prévision des OPA	120 firmes cibles d'OPA de 1962 à 1973 dont 65 étrangères et 55 domestiques et 120 entreprises témoins dont 65 étrangères et 55 domestiques.	12 ratios financiers mesurés 1 an avant les OPA.	Analyse discriminante	Les modèles estimés ne sont pas significatifs

Si l'étude de A. BELKAOUI (1978) donne des bons résultats, elle est néanmoins handicapée par l'utilisation de ratios uniquement financiers, ce qui a rendu inopérante la recherche de U.P. REGE (1984). Le nombre trop réduit d'investigations ne permet pas de porter de jugement sur la situation canadienne.

---

(36) L'analyse discriminante ne permet pas l'utilisation de variables qualitatives.

(37) Les deux recherches canadiennes sont issues de la même source : Journal of Business Accounting and Finance.

#### 1.3.1.4. L'Australie

D.R. CHAPMAN & C.W. JUNOR (1987) et P.H. EDDEY (1991) semblent être les seuls chercheurs australiens à s'être penchés sur ce champ d'investigation (tableau n° 17).

Tableau n° 17 : LES RECHERCHES EMPIRIQUES AUSTRALIENNES SUR LES MOTIVATIONS DES OFFRES PUBLIQUES.

Auteurs	Objectif(s)/Hypothèse(s)	Echantillon	Variables	Méthodologies	Résultats
CHAPMAN D.R. & JUDOR C.W. 1987	Mise en évidence de la vulnérabilité des entreprises aux OPA	113 firmes observées de 1973 à 1978 dont 29 ont été opérées de 1978 à 1981 et 17 après 1981.	9 ratios financiers mesurés de 1973 à 1978.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Analyse discriminante</li> <li>• Régression multiple</li> </ul>	Les analyses discriminantes obtiennent des résultats corrects (de 69 à 77 % de bons reclassements). La probabilité est d'autant plus forte que l'entreprise est sous-évaluée, rentable et non dirigée par les propriétaires et d'autant plus faible qu'elle est grande et endettée.
EDDEY P.H. 1991	Identification des caractéristiques clés des firmes visées par les raiders. Identification des caractéristiques clés des opérations associées au succès ou à l'échec des opérations.	447 OPA de 1972 à 1985 dont 61 initiées par des raiders.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 5 ratios financiers et boursiers</li> <li>• 3 données qualitatives</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>. Régression LOGIT</li> <li>. Régression multiple</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>. Le modèle estimé reclasse correctement 85% des OPA</li> <li>. les firmes cibles des raiders cibles sont plus grandes et ont un Q de Tobin supérieur.</li> <li>. Le ramassage boursier, le caractère amical et la concentration de l'actionariat sont des facteurs positifs d'aboutissement de l'offre.</li> </ul>

L'étude de P.H. EDDEY (1991) est centrée sur les motivations des raiders en Australie, et il semble que leur comportement soit aisément dissociable de ceux des autres intervenants, ce qui confirmerait l'existence de motivations propres aux raiders. Le modèle de D.R. CHAPMAN et C.W. JUNOR (1987), plus généraliste, propose une prévision correcte quoique moins fiable, et souligne le rôle positif de la sous-évaluation des entreprises cibles pour la prévision des OPA.

#### 1.3.1.5. La France

Quatre études intéressées à cette problématique ont pu être recensées, celles de M. GUILLOU et J. GROLIER (1976), de P. DUMONTIER, J.M. BRUNET et M. SOUTON (1989), B. GRAND (1990, 1991) et de B. LE CORVELLER (1992). Le tableau n° 18 reprend les principales données et résultats de ces analyses.

Tableau n° 18 : LES RECHERCHES EMPIRIQUES FRANCAISES SUR LES MOTIVATIONS DES OFFRES PUBLIQUES.

Auteurs	Objectif(s)/Hypothèse(s)	Echantillon	Variables	Méthodologies	Résultats
GUILLOU M. & GROLIER J. 1976	Détermination d'un profil type des entreprises initiatrices et cibles des OPA	69 entreprises observées de 1966 à 1973 dont 18 initiatrices 24 cibles et 27 témoins.	16 données comptables brutes et 3 caractéristiques boursières mesurées pendant les 4 années précédant les OPA.	Analyse des correspondances	L'étude des individus ne permet pas de différencier les cibles des initiatrices d'OPA.
P.DUMONTIER J.M. BRUNET & M. SOUTON 1989	Mise au point d'un outil de prédiction des OPA	. Un échantillon d'analyse de 48 firmes cibles d'OPA de 1970 à 1980, dont 23 dans un but de fermeture du capital et 25 dans un but de prise de contrôle, et 73 entreprises témoins. . Un échantillon témoin de 37 firmes cibles d'OPA de 1981 à 1986, dont 21 dans un but de fermeture du capital, 16 dans un but de prise de contrôle, et 56 entreprises témoins.	7 ratios financiers et boursiers, appartenance sectorielle, répartition du capital, mesurés de 1 à 3 ans avant l'OPA.	Analyse discriminante	Prévision correcte à 71% pour le modèle OPA/NON OPA et à 82% pour le modèle prise de contrôle/NON OPA. Prévision incorrecte à 70% sur l'échantillon témoin.
GRAND B. 1990, 1991	Détermination des caractéristiques propres aux firmes cibles d'une offre publique hostile et confirmation de l'existence des motivations révélées par la théorie financière pour les OPA hostiles.	69 firmes observées de 1985 à 1989, dont 14 firmes cibles d'une OPA hostile, 18 firmes cibles d'une OPA amicale, et 37 firmes témoins.	20 ratios financiers, données qualitatives, indicateur boursier de l'imminence d'une OPA, mesurés de 1 à 4 ans avant l'OPA.	— Analyse discriminante — Régressions LOGIT et PROBIT	Les OPA amicales portent sur des firmes en mauvaise santé financière. Les firmes qui se défendent, à l'opposé, sont peu porteuses d'avenir et possèdent de fortes ressources financières. Les théories de l'agence et de l'information sont confirmées par l'expérimentation. L'indicateur boursier indique que le caractère opérable d'une firme est lié à la perturbation à laquelle elle est soumise.
LE CORVELLER B. 1992	Prévision des OPA pour les entreprises cibles et initiatrices	100 entreprises cibles et 56 entreprises initiatrices observées de 1974 à 1989.	. 13 ratios financiers et boursiers mesurés 1 an avant l'opération. . 3 indicateurs de la structure de l'actionnariat.	Analyse discriminante.	Prévision correcte à 75,64 % pour l'échantillon d'analyse, et à 66,67% pour l'échantillon témoin.

**La confrontation de ces 4 études permet de tirer quelques enseignements:**

— La mise en évidence des caractéristiques des firmes impliquées dans ces opérations est plus opérationnelle *lorsque l'on s'intéresse aux offres hostiles* comme l'indiquent les résultats obtenus par B. GRAND (1990-1991) ;

— Les théories de l'agence et de l'information semblent être vérifiées (B. GRAND - 1990-1991) : les OPA portent sur des firmes en mauvaise santé financière ou peu porteuses d'avenir.

— La prévision des OPA ne donne pas de résultats satisfaisants : M. GUILLOU et J. GROLIER (1976) ne parviennent pas à différencier les entreprises cibles et initiatrices, P. DUMONTIER, J.M. BRUNET et M. SOUTON (1989) obtiennent une prévision incorrecte à 70 % sur l'échantillon témoin, B. LE CORVELLER parvient à une prévision correcte à 75,64 % pour l'échantillon et seulement à 66,67 % pour l'échantillon témoin.

**Si l'on compare ces résultats aux études américaines, il apparaît, à l'évidence, que des investigations supplémentaires sont nécessaires en France pour ce qui concerne :**

- la prévision des OPA
- une période d'analyse plus étendue
- le test d'autres théories relatives aux motivations des OPA  
(la théorie de l'efficience, par exemple)

...

**La confrontation de l'ensemble des résultats des pays pris en considération a permis de tirer plusieurs conclusions, principalement grâce aux recherches américaines :**

- Plusieurs motivations théoriques sont confirmées implicitement : l'hypothèse d'Hubris, la sous-évaluation des cibles, les théories de l'agence et de l'efficience, la théorie du free cash flow, et l'existence de motivations propres aux raiders. Pour autant, ces validations pèchent par le manque d'une vision globale et hiérarchisante ;**
- Les variables d'environnement ont une influence importante que l'on peut relier à l'évolution des situations sectorielles ;**
- L'utilisation des méthodologies exposées plus haut pose de nombreux problèmes qui peuvent considérablement jouer sur les résultats. Mais, si ceux-ci sont réglés, la mise en évidence des caractéristiques spécifiques des firmes cibles et initiatrices et la prévision des offres publiques sont possibles. L'utilisation de données qualitatives en sus des ratios financiers et boursiers et de la régression LOGIT ainsi que la déflation des indicateurs semblent particulièrement recommandées ;**
- Hormis, peut-être, les Etats-Unis, les autres pays et notamment la France nécessitent de nouvelles investigations.**

### 1.3.2. La validation empirique des performances et de l'efficacité des offres publiques

La mesure de la performance des offres publiques peut se faire selon deux méthodologies principales : une méthode boursière et une méthode comptable (1.3.2.1.). La performance et l'efficacité des offres publiques peut s'apprécier selon quatre démarches:

- dans l'absolu (1.3.2.2.) ;
- sociale : l'emploi, le turnover des dirigeants... (1.3.2.3.) ;
- pour vérifier l'efficacité de telle ou telle motivation théorique(1.3.2.4.);
- selon la stratégie qui est à l'origine de la prise de contrôle (1.3.2.5.).

#### 1.3.2.1. Les principales mesures de la performance

##### A. LA MESURE BOURSIERE

Les cours boursiers des entreprises initiatrices et cibles constituent les données de base. En effet, selon la théorie de l'efficience des marchés, ceux-ci, à tout instant  $t$ , "contiennent" l'ensemble de l'information disponible sur les entreprises et les anticipations les concernant. Donc, si une opération de fusion est efficace, les cours boursiers des sociétés initiatrices et cibles augmenteront et inversement.

De façon générale, la méthodologie qui s'appuie sur divers modèles théoriques des marchés financiers consiste à mesurer les rendements anormaux, c'est-à-dire, à mesurer le sur-rendement positif ou négatif enregistré après l'annonce de l'opération par rapport à celui qui aurait dû être noté en l'absence d'opération. Dans un deuxième temps, certaines études tentent de régresser ces rendements anormaux afin de déterminer leur origine.

##### B. LA MESURE COMPTABLE

La mesure comptable s'appuie sur des indicateurs de rentabilité tirés des bilans des entreprises concernées et mesurés avant et après l'opération afin de vérifier l'influence positive ou négative de ces opérations sur l'efficacité des entreprises. La comparaison des performances pré et post-OPA peut être réalisée par divers moyens :

- tests de moyenne ;
- tests des rangs de WILCOXON ;
- corrélation de PEARSON ;
- analyse de la variance...



RUBACK R.S. (Etats-Unis) 1988	Mesure de l'impact d'une OPA manquée sur la valeur de la cible.	33 offres publiques manquées de 1962 à 1980 (firmes cibles)	Cours boursiers	Rendements anormaux	L'impact d'une OPA manquée sur la valeur de la cible est négative (de -7,23% à -36% selon la période d'analyse).
MICHEL A. & SHAKED I. (Etats-Unis) 1988	Valider l'hypothèse d'un marché des OPA compétitif et rationnel.	98 firmes cibles de 1967 à 1979 dont 26 avec 2 offres concurrentes.	Cours boursiers	Rendements anormaux	Les firmes cibles de plusieurs offres concurrentes enregistrent des performances supérieures.
JARRELL G.A. & POULSEN A.B. (Etats-Unis) 1989	Analyse de la performance des OPA pour les firmes initiatrices selon différentes caractéristiques propres à l'opération	770 offres publiques réussies de 1963 à 1986 (entreprises initiatrices et cibles)	• Cours boursiers • Taille relative, amicale/hostile, date de l'OPA.	• Rendements anormaux • Régression multiple	Les rendements anormaux sont très positifs pour les firmes cibles (+28,99%) et faibles pour les initiatrices (+1,29%). Ces derniers sont d'autant plus faibles que la cible est grosse, qu'il y a surenchère et que l'opération est récente.
FRANKS J.R. & HARRIS R.S. (Grande-Bretagne) 1989	Mesurer la performance des OPA pour les firmes cibles et initiatrices en Grande Bretagne.	1814 firmes cibles 1058 firmes initiatrices d'opérations observées de 1955 à 1985	Cours boursiers • Type d'acquisition • 3 caractéristiques des opérations • Taille relative	• Rendements anormaux • Régression multiple	Les firmes initiatrices enregistrent une faible performance (de +1,0 à 7,1 %) et les firmes cibles une performance élevée (+29,7 %). Le rendement des cibles est accru par les surenchères, les offres concurrentes et une participation initiale dans la cible inférieure à 30 %
COSH A.D., HUGUES A. LEE K. & SINGH A. (Grande-Bretagne) 1989	Déterminer l'influence des investisseurs institutionnels sur le processus de sélection des OPA et leur performance.	136 OPA de 1981 à 1986. (entreprises initiatrices et cibles)	• Rentabilité mesurée de 3 ans avant à 3 ans après l'opération. • 3 données financières mesurées de 4 ans avant à 3 ans après l'opération. • Répartition du capital de la cible.	• Analyse discriminante	L'influence des investisseurs institutionnels sur le processus de sélection n'a pu être mise en évidence. Par contre, la performance post-OPA des entreprises cibles est supérieure lorsqu'une part importante du capital est détenu par eux. La taille est le facteur discriminant pré-OPA entre firmes initiatrices et cibles. La rentabilité des entreprises initiatrices chute après l'opération.
BHAGAT S., SHLEIFER A. & VISHNY R.W. (Etats-Unis) 1990	Détermination des gains enregistrés du fait des OPA et de leurs origines	62 OPA de 1984 à 1986 (avec ou sans réussite) (entreprises initiatrices et cibles).	• Cours boursiers • 5 Variables qualitatives : licenciements, revente d'actifs, fiscalité, stratégie et investissement.	• Rendements anormaux	La plupart des actionnaires des sociétés cibles enregistrent un gain au contraire de ceux des sociétés initiatrices. Les OPA ont permis une meilleure réallocation des actifs : concentration et non conglomérat. Les opérations des raiders et MBO se traduisent par des reventes d'actifs et conduisent la plupart du temps à une liquidation de la firme. La baisse de l'investissement est exceptionnelle. Les licenciements sont une source de gains importante mais pas dominante.
STULTZ R.M. WALKLING RA & SONG M.H. 1990	La division des gains de l'offre publique entre les actionnaires de la cible et de la société initiatrice dépend de la répartition du capital de la cible.	104 OPA de 1968 à 1986, dont 64 offres sans surenchère et 40 avec surenchère (entreprises initiatrices et cibles).	• Cours boursiers • Données boursières • Répartition du capital.	• Rendements anormaux • Tests de moyenne • Régression multiple	• Les rendements de la cible sont positifs (+39,4%) d'autant plus s'il y a surenchère (45,58%) que non (+35,45%). Les rendements de l'initiatrice ne sont pas significativement différents de 0. Les rendements totaux sont positifs (+10,9%). L'initiateur avec succès d'une OPA détient plus d'actions de la firme cible s'il n'y a pas de surenchère

BOWERS H.M. & MILLER R.E. (Etats-Unis) 1990	Evaluation de la performance des OPA selon la banque d'investissement/conseil choisie.	114 OPA observées de 1981 à 1986. (entreprises initiatrices et cibles).	• Cours boursiers • 3 données boursières et qualitatives	• Rendements anormaux • Régression multiple	• Les rendements sont d'autant plus élevés que les deux firmes concernées emploient des banques conseils prestigieuses.
MASSE I. HANRAHAN R. & KUSHNER J. (Canada) 1990	Mesure de la performance pour les firmes initiatrices et cibles selon la méthode de paiement et le type d'acquisition.	80 firmes cibles et 61 firmes initiatrices d'opérations observées de 1984 à 1987.	. Cours boursiers . Méthode de paiement . Type d'acquisition (OPA, OPE, fusions, absorptions)	Rendements anormaux	Les firmes cibles et initiatrices enregistrent des gains. Pour les entreprises cibles le rendement est supérieur en cas (OPA et absorption (+23,45% et +24,25%) par rapport aux opérations d'OPE et de fusion (+2,94% et +20,0%). Pour les entreprises initiatrices, les rendements sont plus faibles mais suivent la même tendance : (OPA, +5,89% ; OPE, -3,83% ; fusions, +8,13% ; absorption, -1,44%)
LOEDERER C. & MARTIN K. (Etats-Unis) 1990	Mesurer la performance des OPA et son origine pour les firmes initiatrices.	5172 opérations d'acquisitions observées de 1965 à 1984, selon 4 catégories : . fusions . OPA . rachats d'actifs, . autres (entreprises initiatrices).	• Cours boursiers • 3 données financières et qualitatives.	• Rendements anormaux • Régression multiple • Régression LOGIT	La performance est positive pour les initiatrices (+0,7 %), elle décroît avec le temps, le prix de l'offre et la valeur de la firme. Par contre, elle augmente avec la taille relative de la cible. L'effet d'expérience des acquisitions ne joue pas. Les fusions sont les plus profitables (+1%) devant les offres publiques (+0,52%) et les rachats d'actifs (+0,13%).
LIMMACK R.J. (Grande-Bretagne) 1991	Mesurer la performance des OPA pour les firmes cibles et initiatrices en Grande-Bretagne	529 firmes initiatrices 552 firmes cibles d'opérations observées de 1977 à 1986. avec ou sans réussite).	. Cours boursiers . Valeur boursière et taille.	Rendements anormaux	Les firmes initiatrices enregistrent une perte d'autant plus importante si le projet a échoué (respectivement -4,5% et -20,2%). Les firmes cibles enregistrent un gain d'autant plus important si le projet a réussi (respectivement +29,9% et +37,2%)
TRIFTS J.W. (Etats-Unis) 1991	Mesurer l'impact du mode de paiement et de l'effet de levier sur la performance des OPA	112 offres observées de 1970 à 1985. 3 données (entreprises initiatrices)	. Cours boursiers . 3 données financières et qualitatives.	• Rendements anormaux • Régression multiple	L'OPE influe négativement, l'OPA et le levier financier influent positivement sur la performance des firmes initiatrices.
HARRIS R.S. & RAVENSCRAFT M. (Etats-Unis) 1991	Déterminer la performance propre aux OPA initiées par des investisseurs étrangers et la raison de leur expansion.	1273 firmes cibles d'une OPA de 1980 à 1987 dont 1114 opérations domestiques et 159 transnationales.	. Cours boursiers . Investissements, fiscalité, taux de change, nature stratégique de l'opération, présence antérieure de l'initiateur aux USA, méthode de paiement, offre(s) concurrentielle(s).	• Rendements anormaux • Régression multiple	Les OPA transnationales sont plus performantes (+39,8%) que les domestiques (+26,3%). Un taux de change favorable explique partiellement cette différence. Les opérations transnationales concernent les secteurs à forte R & D et des opérations avec synergies.

DATTA D.K. PINCHES G.E. & NARAYANAN V.K. (Etats-Unis) 1992	Synthèse méta-analytique des résultats des études empiriques sur les facteurs influençant la création de richesse.	41 recherches empiriques antérieures.	Rendements anormaux et 9 variables caractéristiques des opérations.	• Méta-analyse • Régression multiple	La performance est positive pour les cibles (+ 21,8%) et les initiatrices (+ 0,4%) et influencée respectivement par OPE (—), hostile (+), postérieure à 69 (+) et OPE (—), non conglomerate (+), offres concurrentes (—)
KAPLAN S.N. & WEISBACH M.S. (Etats-Unis) 1992	Examen des désinvestissements survenus après une OPA afin de déterminer s'ils sont le signe d'acquisitions réussies ou non.	282 OPA survenues de 1971 à 1982 et observées jusqu'en 1989 (entreprises initiatrices et cibles)	• Désinvestissements • Cours boursiers • Liaisons stratégiques • Caractéristiques de l'offre • Raisons du désinvestissement • Free cash flow • q de tobin • ratio d'endettement	• Tests de moyenne et de médiane • Rendements anormaux • Régression multiple	A la fin de 1989, 44% des acquisitions ont été revendues dont, selon les critères, de 34% à 42% à la suite d'un échec. La performance boursière des initiatrices et globale au moment de l'OPA est plus faible lorsque l'opération s'avère un échec. La théorie du free cash flow est validée empiriquement, celui-ci est d'autant plus élevé que l'opération mène à un échec.
CHARLETY- LEPERS P. & SASSENOU N. (France) 1992	Mesurer la performance des OPA en France et tester l'effet du moyen de paiement et des offres concurrentes.	25 entreprises dont 12 initiatrices et 13 cibles pour des OPA observées de 1985 à 1988	• Cours boursiers	• Rendements anormaux	Les firmes initiatrices enregistrent une performance négative (-2,64%) au contraire des firmes cibles (+11,64%). Les OPA sont plus performantes que les OPE pour les firmes initiatrices et cibles. La performance des cibles s'accroît en cas d'offres concurrentes au contraire des initiatrices.
AMRI J. & M. NUSSEMBAUM (France) 1993	Mesurer la performance des OPA pour les firmes cibles en France selon deux techniques	124 OPA de 1978 à 1990 (entreprises cibles)	• Cours boursiers • Options de vente fictives.	• Rendements anormaux • Théorie des options	Les firmes cibles enregistrent une performance positive.

### On peut tirer plusieurs enseignements de ces études :

— Les recherches qui s'appuient sur les rendements anormaux convergent quel que soit le pays concerné. Les actionnaires des firmes cibles enregistrent des rendements anormaux très positifs (+20 à +40 %), par contre, les actionnaires des firmes initiatrices enregistrent des rendements anormaux, nuls, voire négatifs, mais, au total (cibles plus initiatrices), le bilan est positif, ce qui atteste de la validité de ces opérations ;

— Lorsqu'une firme est victime d'une offre publique manquée, les rendements anormaux sont négatifs (R.S. RUBACK, 1988 et R.J. LIMMACK, 1991) et l'opposition à une offre publique est donc un jeu qui peut s'avérer coûteux pour les actionnaires ;

— Les offres publiques d'achat génèrent des rendements anormaux supérieurs aux offres publiques d'échange quelles que soient les études considérées ;

— Les offres concurrentes et les surenchères améliorent les rendements anormaux des firmes cibles selon l'ensemble des contributions s'y étant intéressées au contraire des firmes initiatrices (D.K. DATTA et alii, 1992) ;

— Les opérations transnationales obtiennent des rendements anormaux supérieurs aux transactions domestiques aux Etats-Unis, ce qui s'explique par un taux de change favorable aux entreprises initiatrices étrangères (R.S. HARRIS et D. RAVENSCRAFT, 1991) ;

— Le recours des firmes initiatrices et cibles à des banques conseils prestigieuses améliorent les rendements anormaux des opérations (H.M. BOWERS et R.E. MILLER, 1990) ainsi qu'une participation des investisseurs institutionnels dans le capital des firmes cibles (A.D. COSH et alii, 1989) ;

— S.N. KAPLAN et M.S. WEISBACH (1992) qui ont étudié la performance des offres publiques à partir des désinvestissements ont conclu à une efficacité globale en accord avec les rendements anormaux constatés ;

— Seules les études s'appuyant sur des mesures comptables de la rentabilité (D.J. RAVENSCRAFT & F.M. SCHERER (1987) pour les entreprises cibles ; A.D. COSH, A. HUGUES, K. LEE & A. SINGH (1989) pour les entreprises initiatrices) obtiennent des résultats inverses, les entreprises ayant des résultats plus faibles que des entreprises comparables avant et après l'opération ;

— Ce dernier point nourrit les critiques virulentes sur la mesure boursière de l'efficacité. Ainsi, M. PORTER (1989) pense que cette méthodologie est inadaptée et A. SHLEIFER et R. W. VISHNY (1988) estime que les rendements constatent un transfert de valeur des partenaires de l'entreprise vers les actionnaires mais n'attestent pas de l'efficacité de ces opérations.

**Les études consacrées à l'analyse des performances dans l'absolu des OPA concluent différemment selon les méthodologies adoptées :**

- Si l'on prend en compte les rendements boursiers, les OPA sont performantes ;**
- Si l'on prend en compte la rentabilité comptable, les OPA ne sont pas performantes ;**

**Ce point souligne l'importance des choix méthodologiques et de problématique. Pour notre part, l'étude des rendements anormaux ne nous semble pas pertinente en raison de son caractère réducteur<sup>(41)</sup>**

### 1.3.2.3. La performance sociale des offres publiques

Seules sept études aux objectifs bien délimités ont pu être recensées (tableau n° 20).

Ces recherches sont centrées sur une mesure de la performance sociale des OPA (niveau de l'emploi, salaires, turnover des dirigeants, ...) et sont toutes d'origine américaine. Ce dernier point s'explique par les nombreuses critiques formulées à l'égard des OPA suspectées de détruire de l'emploi et c'est pourquoi toutes les contributions sont récentes (1988-1993). Elles sont plutôt initiées par des chercheurs en stratégie ou en économie que par des financiers<sup>(42)</sup>.

---

(41) Ces recherches sont directement inspirées de la théorie financière contemporaine dont nous avons souligné les limites dans l'introduction générale. Elles nourrissent aussi d'autres critiques plus pragmatiques que nous examinerons dans la deuxième partie consacrée aux choix méthodologiques.

(42) Les références sont issues du Strategic Management Journal (3), du Journal of law and Economics (1), d'un ouvrage initié dans le cadre d'un projet du National Bureau of Economic Research (États-Unis, 1 contribution) mais aussi de 2 revues financières : Journal of Finance (1), Journal of Financial Economics (1).

Tableau n° 20 : LES ETUDES EMPIRIQUES CONSACREES A UNE MESURE DE L'EFFICACITE CONTINGENTEE.

Auteurs	Objectif(s)/Hypothèse(s)	Echantillon	Variables	Méthodologies	Résultats
BROWN C. & MEDOFF J.L. (Etats-Unis) 1988	Mesurer les conséquences sur l'emploi (salaires, niveau de l'emploi) des acquisitions	30252 firmes du Michigan observées de 1978 à 1984 (16247 cibles et 14005 témoins)	Types d'acquisition et niveau de l'emploi et des salaires mesuré de 3 ans avant à 3 ans après l'opération.	• Moyennes • Equations économétriques	Trois années après l'acquisition, l'emploi et le niveau de salaire évoluent inversement, quel que soit le type d'acquisition.
WALSH J.P. (Etats-Unis) 1988	Mesure de l'effet des fusions & acquisitions sur la direction des entreprises cibles.	50 firmes cibles de fusions de 1975 à 1979 et 30 firmes témoins.	Pourcentage de turnover du management mesuré pendant 5 ans.	• Questionnaire • Tests de moyenne • Analyse de la variance	Le turnover du Top Management est plus élevé lorsqu'il y a F & A. La nature de la stratégie mise en œuvre (avec ou sans synergie) semble indifférente au turnover.
WALSH J.P. (Etats-Unis) 1989	Détermination des facteurs qui affectent le turnover de la direction des firmes cibles	113 firmes absorbées dont 37% par offre publique observées de 1975 à 1979.	• Pourcentage de turnover du management mesuré pendant 5 ans • Types de fusions • 10 caractéristiques quantitatives et qualitatives des opérations d'acquisition.	• Moyennes cumulées • Corrélations • Analyse de covariance	Le turnover est plus élevé que la normale après une fusion et d'autant plus s'il s'agit d'une OPA hostile.
ROSETT J.G. (Etats-Unis) 1990	Déterminer si les concessions salariales des syndicats post-OPA expliquent la prime observée	1009 firmes ayant signé des accords salariaux dont 258 opérées de 1973 à 1987 dont 64 OPA hostiles.	• Salaires mesurés jusqu'à 18 ans après l'OPA • Secteur, négociations salariales, hostile/amicale, année de l'OPA.	Régression multiple	Les salaires sont peu affectés par la prime des actionnaires des cibles mais les résultats individuels sont très hétérogènes.
LICHTENBERG F.R. & SIEGEL D. (Etats-Unis) 1990	Mesurer l'impact des changements de propriété des entreprises sur l'emploi et les salaires notamment pour le personnel administratif	• Un échantillon de 36000 établissements auxiliaires employant 2,6 millions d'employés administratifs (observé en 1977 et 1982) • Un échantillon de contrôle de 20000 entreprises industrielles observées de 1972 à 1981 • Un échantillon de contrôle d'entreprises industrielles et auxiliaires observées de 1947 à 1982.	Données de salaires, emploi, R & D, type d'acquisition et changement de propriétaire.	• Moyenne médiane • Régression multiple	Le changement de propriété induit une baisse des salaires et de l'emploi d'autant plus marquée s'il s'agit d'établissements auxiliaires. La part de l'emploi consacrée à la R & D n'est pas, par contre, modifiée.
MARTIN K.J. & Mc.CONNEL J.J. (Etats-Unis) 1991	Tester le rôle disciplinaire des OPA sur les dirigeants (théorie de l'agence)	253 firmes cibles d'OPA recensées de 1958 à 1984.	• Turnover des dirigeants de 5 ans avant à 2 ans après l'opération • Rendements boursiers du marché, des cibles, des initiatrices et du secteur.	• Rendements anormaux	• Les firmes cibles avec un turnover élevé ont une performance pré-OPA inférieure à celle où le turnover est faible. • Les départs ont bien un objectif disciplinaire. • La classification hostile/amicale n'est pas en adéquation avec la classification disciplinaire/synergétique. • Les OPA sont efficaces quels que soient leurs objectifs
CANELLA A.A. Jr & HAMBRICK D.O. (Etats-Unis) 1993	Examiner les conséquences du départ post-OPA des dirigeants.	96 grandes firmes absorbées de 1980 à 1984.	• Degré de synergie • Turnover du management et rentabilité mesurés pendant les 4 années suivant l'opération.	• enquêtes • corrélations • régression multiple	Le départ des dirigeants des entreprises cibles induit une baisse des performances, ce qui infirme la théorie de l'agence.

Les différentes études ont permis de tirer plusieurs conclusions :

— *L'impact général sur l'emploi et les salaires n'est pas décisif* dans un sens ou dans l'autre (C. BROWN & J.L. MEDOFF, 1988 et J.G. ROSETT, 1990) ;

— En revanche, s'il s'agit d'établissements auxiliaires (personnel administratif), on constate *une baisse de l'emploi et des salaires* (F.R. LICHTENBERG et D. SIEGEL, 1990).

— *Le turnover élevé des dirigeants après une acquisition est confirmé* et semble être expliqué par leur rôle disciplinaire (théorie de l'agence). Par contre, le lien hostile/disciplinaire mis en évidence par J.P. WALSH (1989) est contredit par K.J. MARTIN et J.J. Mc CONNEL (1991).

— *Enfin, le départ des dirigeants des entreprises cibles induit une baisse des performances*, ce qui infirme l'efficacité de la théorie de l'agence (A.A. Jr CANELLA et D.C. HAMBRICK, 1993).

**La mesure de la performance sociale des OPA ne permet pas de trancher dans un sens ou dans un autre. En revanche, le rôle disciplinaire des OPA est confirmé (théorie de l'agence), sans pour autant que cela améliore la performance économique des entreprises cibles.**

#### 1.3.2.4. La performance des offres publiques selon leurs motivations

Sept études ont tenté de relier la performance des offres publiques aux motivations théoriques afin de les valider ou invalider a posteriori dans le cadre d'une démarche hypothético-déductive. Les contributions sont toutes américaines et récentes (1991-1992) car elles correspondent à des préoccupations théoriques nouvelles (théorie du Free cash flow, théorie de l'Agence, différences culturelles) (tableau n° 21).

TABLEAU n° 21 : LES ETUDES EMPIRIQUES CONSACREES A LA PERFORMANCE DES OFFRES PUBLIQUES SELON LEURS MOTIVATIONS.

Auteurs	Objectif(s)/Hypothèse(s)	Echantillon	Variables	Méthodologies	Résultats
MITCHELL M.L. & LEHN K. (Etats-Unis) 1990	Déterminer si les offres publiques sont des instruments de résolution de conflit d'agence.	1158 firmes observées de 1980 à 1988 (cibles, amicales, cibles hostiles, non cibles, divers)	Cours boursiers et politique d'acquisition	Rendements anormaux	Les OPA sont bien des instruments disciplinaires pour les managements inefficaces.
SERVAES H. (Etats-Unis) 1991	Analyse des liens entre l'évaluation des firmes cibles et initiatrices et les gains enregistrés du fait des offres publiques	704 OPA de 1972 à 1987 (entreprises initiatrices et cibles)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Cours boursiers</li> <li>• Q de Tobin</li> <li>• 4 variables qualitatives</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Rendements anormaux</li> <li>• Régression simple et multiple</li> </ul>	Les firmes cibles enregistrent des rendements positifs (+23,64%) au contraire des firmes initiatrices (-1,07%). Les gains totaux sont positifs (+3,66%). Les rendements des firmes cibles sont d'autant plus positifs que les opérations sont hostiles, payées en cash, avec surenchère et réalisées avant 1981, à l'inverse des firmes initiatrices. Les rendements des firmes cibles, initiatrices et totaux sont d'autant plus positifs que les firmes cibles ont un ratio Q faible et les firmes initiatrices un ratio élevé.
LANG L. STULZ R.M. & WALKLING R.A. (Etats-Unis) 1991	Test de la théorie du free cash flow sur la décision d'investissement par OPA	101 OPA réussies observées de 1968 à 1986. (entreprises initiatrices)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Q de Tobin</li> <li>• Cours boursiers</li> <li>• Rentabilité</li> <li>• 2 données qualitatives sur l'OPA</li> <li>• Répartition du capital</li> <li>• Cash flows</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Rendements anormaux</li> <li>• Tests de moyenne</li> <li>• Régression multiple</li> </ul>	La théorie du free cash flow est vérifiée. Plus les firmes ont un Q élevé, plus elles utilisent leurs fonds lors de l'opération. Plus une firme a un Q faible avec des cash flows importants plus les rendements sont faibles.
DATTA D.K. (Etats-Unis) 1991	Déterminer le lien entre les différences de style de management et de 1980 niveaux d'intégration post-OPA et la performance post-OPA	191 acquisitions dans l'industrie de 1984.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Styles de management</li> <li>• Niveaux d'intégration</li> <li>• Performances comptable et boursière mesurées jusqu'à 2 ans après l'opération.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Questionnaire</li> <li>• Régression multiple</li> </ul>	Seules les différences de styles de management jouent négativement sur la performance, le niveau d'intégration ne semble pas jouer.
WALSH J.P. & ELLWOOD J.N. (Etats-Unis) 1991	Examen du "Market for the corporate control" et de son aspect disciplinaire sur les managements inefficients.	102 firmes cibles, 77 firmes initiatrices et 75 firmes de contrôle pour une opération (OPA et F & A) observée en 1979.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Turnover</li> <li>• Performance boursière mesurés de 5 ans avant à 5 ans après l'opération.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Questionnaire</li> <li>• Tests de moyenne</li> <li>• Corrélations</li> <li>• Rendements anormaux</li> </ul>	L'aspect disciplinaire n'est pas vérifié. Le turnover est bien élevé après l'OPA mais le remplacement du management n'améliore pas la performance (5 ans après)
CHATERJEE S., LUTBAKIN M.H SCHWEIGER D.M., & WEBER Y. (Etats-Unis) 1992	Démontrer que l'étude combinée des stratégies et des différences culturelles permet de comprendre la performance financière des fusions avec synergie.	23 fusions industrielles de 1985 à 1987 (entreprises initiatrices et cibles)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Rendements anormaux</li> <li>• 8 variables de différences culturelles</li> <li>• Taille relative</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Questionnaire</li> <li>• Régression multiple</li> </ul>	Les différences culturelles et l'intolérance au multiculturalisme du Top Management agissent négativement sur la performance financière des entreprises lors de fusion avec synergie.
HANSON R.C. (Etats-Unis) 1992	Tester la théorie du free cash flow pour les entreprises cibles et initiatrices.	243 OPA de 1973 à 1987. (entreprises initiatrices et cibles).	<ul style="list-style-type: none"> <li>• cours boursiers</li> <li>• cash flow</li> <li>• croissance mesurée de 4 à 1 ans avant l'opération.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Rendements anormaux</li> <li>• Régression multiple</li> <li>• Tests de moyenne</li> </ul>	La résolution des problèmes d'agence génère des bénéfices importants. La théorie du free cash flow est validée empiriquement.



**La validation empirique de l'efficacité des motivations théoriques et des dangers de la fusion conduit à plusieurs remarques :**

— La sous-évaluation des entreprises cibles motive efficacement les offres publiques (H. SERVAES, 1991) ;

— On peut différencier les firmes qui initient efficacement ou non des offres publiques sur la base de la théorie de free cash flow de M.C. JENSEN (L. LANG, L.M. STULZ et R.A. WALKLING, 1991) ;

— L'aspect disciplinaire de la théorie de l'agence sur les managements est vérifié (K.LEHN et M.L. MITCHELL, 1990) mais n'augmente pas l'efficacité des entreprises selon J.P. WALSH et J.W. ELLWOOD (1991). En revanche, R.C. HANSON (1992) note que la résolution de problèmes d'agence génère des bénéfices importants.

— Les dangers de l'intégration se manifestent effectivement lorsque les différences de styles de management sont trop marquées (D.K. DATTA, 1991, et S. CHATERJEE et alii, 1992).

**L'efficacité des entreprises cibles s'améliore lorsque leurs motivations s'appuient sur leur sous-évaluation et la théorie du Free cash flow. Au contraire, les différences de styles de management jouent négativement.**

#### 1.3.2.5. La validation empirique des liens existant entre la performance des offres publiques et les stratégies mises en œuvre.

Les études des offres publiques dans l'optique du management stratégique s'attachent à déterminer leur réussite en liaison avec le degré de synergie des opérations, c'est-à-dire en liaison avec les stratégies : spécialisation, intégration, diversification concentrique et diversification financière/conglomérale. **Autrement dit, la théorie de l'efficacité est-elle validée par les recherches empiriques sur les offres publiques ?**

Dix-sept contributions ont été retenues pour vérifier cette hypothèse. Elles sont toutes américaines, à l'exception de l'une d'entre elles, anglaise, très récente (S. SUDARSANAM, P. HOLL & A. SALAMI, 1993), ce qui montre que cette problématique commence tout juste à susciter de l'intérêt en dehors des frontières des Etats-Unis. De fait, l'ensemble de ces investigations ont été réalisées sur une période restreinte (1982-1993) avec une concentration sur 1987-1993. **Le Strategic Management Journal regroupe 13 références sur les 17 recensées, ce qui dénote l'émergence d'une "école de pensée"**. Ainsi, S. CHATERJEE, professeur à la Weatherhead School of Management (Cleveland-Ohio), et M. LUTBAKIN, professeur à la School of Business Administration, University of Connecticut (Storrs, Connecticut), ont réuni autour d'eux, conjointement ou non, plusieurs auteurs dans 4 contributions, et une cinquième, aux caractéristiques proches, a été présentée lors de la partie consacrée aux validations empiriques sur des motivations théoriques<sup>(43)</sup>.

---

(43) Ces contributions sont toutes issues du Strategic Management Journal :

- S. CHATERJEE & M. LUTBAKIN (1990)
- S. CHATERJEE & B. WENERFELT (1991)
- M. LUTBAKIN & S. CHATERJEE (1991)
- S. CHATERJEE (1992)
- S. CHATERJEE, M. LUTBAKIN, D.M. SCHWEIGER et Y. WEBER (1992)

TABLEAU n° 22 : LES ETUDES EMPIRIQUES CONSACREES A LA LIAISON ENTRE LES PERFORMANCES DES OFFRES PUBLIQUES ET LEURS STRATEGIES.

Auteurs	Objectif(s)/Hypothèse(s)	Echantillon	Variables	Méthodologies	Résultats
RUMELT R.P. (Etats-Unis) 1982	Mise en évidence de l'influence de la nature de la stratégie d'acquisition sur la performance des firmes.	273 firmes issues du Fortune 500 observées en 1949, 1959, 1969 et 1974.	Rentabilité du capital investi mesurée pendant 5 ans.	• Régression linéaire • Analyse de la variance	Les conglomérats et les firmes intégrés verticalement ont des résultats inférieurs. Les firmes aux liaisons stratégiques fortes ont la plus forte rentabilité.
KUSEWITT J.B. Jr (Etats-Unis) 1985	Examen de 7 facteurs communs aux stratégies d'acquisition et de leurs liens avec la performance à long terme de la firme.	138 firmes de 1967 à 1976 ayant réalisé plus de deux acquisitions de plus de 10 millions de USD.	. rentabilité économique moyenne de 1968 à 1977 (initiatrices) . rendements annuels boursiers de 1968 à 1977 (initiatrices) . 7 facteurs explicatifs : taille relative, synergies, timing de l'acquisition par rapport au cycle du marché, OPA/OPE, rentabilité économique de 6 cibles avant l'acquisition, prix de l'acquisition.	• Matrice des corrélations • Régression simple, quadratique et multiple pas à pas.	Les synergies et la rentabilité pré-OPA sont liées positivement à la performance ainsi que le taux d'acquisition des actifs (actifs acquis/actifs à l'origine). L'ensemble des facteurs réunis explique l'essentiel de la performance financière attribuable au programme d'acquisition.
HOPKINS D.H. (Etats-Unis) 1987-A	Explication des faibles positions concurrentielles des firmes conglomérales en comparant les positions concurrentielles des firmes conglomérales et non conglomérales.	64 firmes initiatrices de 1965 à 1979 d'au moins 2 acquisitions.	• Position concurrentielle mesurée en 1965 et 1979. . Stratégie : — conglomérale — à dominante marketing — à dominante technologique.	• Tests de moyenne	La position concurrentielle des firmes adoptant une stratégie à dominante marketing est la meilleure. Toutes les stratégies d'acquisition sont associées avec un déclin de la position concurrentielle.
HOPKINS D.H. (Etats-Unis) 1987-B	Détermination des stratégies d'acquisition à long terme et mesure de leurs performances respectives.	103 firmes initiatrices ayant réalisé au moins deux acquisitions de 1965 à 1979.	. 3 mesures de la performance : rentabilité économique (2) mesurées en 1965 et 1979 et croissance des ventes de 1965 à 1979. . Liaisons stratégiques.	• Tests de moyenne	La majorité des firmes initiatrices observent une stratégie cohérente d'acquisition à long terme. Les entreprises qui adoptent des stratégies centrées autour d'une seule force propre (marketing ou technologie) obtiennent des performances plus élevées.
MONTGOMERY C.A. & SINGH H. (Etats-Unis) 1987	Les acquisitions qui s'appuient sur une logique industrielle en termes de produit/marché ou technologie sont-elles plus performantes que celles qui ne s'appuient sur aucun lien.	105 OPA observées entre 1975 et 1980 (entreprises initiatrices et cibles)	. Cours boursiers . Acquisitions avec ou sans synergies.	Rendements anormaux	Les rendements totaux enregistrés sont positifs. Les firmes initiatrices émergent des gains supérieurs lorsqu'il existe une logique industrielle.
SHELTON L.M. (Etats-Unis) 1988	Test de la théorie de l'efficacité à propos des offres publiques.	218 fusions à la suite d'offres publiques observées entre 1962 et 1983.	• Stratégies (classées selon les synergies) • Taille relative • Avec ou sans surenchère	• Régression multiple • Rendements anormaux	Le modèle estimé confirme la hiérarchie des liaisons stratégiques pour la création de valeur : identiques, synergies supplémentaires, synergies complémentaires. La taille de la cible et les surenchères accroissent la création de valeur.

AMIT R. & LIVNAT J. (Etats-Unis) 1988	Développement d'une nouvelle mesure de la diversification purement financière utilisée pour examiner les caractéristiques de la performance de diverses firmes.	250 firmes initiatrices d'acquisitions de 1977 à 1984.	. 3 ratios financiers mesurés 1 an avant et l'année de l'opération. . 3 types diversification : — totale — financière — à base de synergies	Corrélations de Pearson	Les firmes avec une stratégie de diversification purement financière sont caractérisées par une plus faible variabilité des cash flows et un levier financier plus élevé. Les diversifications à base de synergie ont des profits plus élevés.
AMIT R. & LIVNAT J. (Etats-Unis) 1989	Développement et test d'une mesure de la diversification efficiente. Mesure de la performance des diversifications.	400 firmes initiatrices d'acquisition de 1977 à 1983.	. Mesure de l'efficience . Ratios financiers et boursiers (rentabilité, risque, levier, R & D, publicité) . Mesure de la diversification . Q de Tobin	. Quartiles . Tests de rangs de Wilcoxon . Analyse de la variance . Régression multiple	Les firmes appliquant une politique de diversification efficiente sont moins diversifiées et sont caractérisées par une rentabilité plus forte et un risque plus faible ou équivalent. La capacité prédictive de la mesure de l'efficience a été favorablement testée sur la période 1984-1987.
SCANLON K.P. TRIFTS J.N. & PETTWAY R.H. (Etats-Unis) 1989	Mesure de l'impact de la taille relative et des liaisons stratégiques sur la performance des OPA pour les firmes initiatrices	135 entreprises initiatrices d'offres publiques observées entre 1968 et 1985	. Cours boursiers . Taille relative . Liaisons stratégiques	Rendements anormaux	Les offres publiques pour lesquelles la taille relative est faible et/ou les liaisons stratégiques sont fortes sont les plus performantes.
FOWLER K.L. & SCHMIDT D.R. (Etats-Unis) 1989	Analyse des éléments de la stratégie d'acquisition qui influent sur la performance financière des firmes initiatrices	45 firmes initiatrices d'offres publiques de 1975 à 1979	. Rentabilité comptable et boursière mesurée de 4 ans avant à 4 ans après l'OPA. . Taille relative . Age de l'organisation . Secteur . 3 caractéristiques de l'OPA	. Régression simple . Régression multiple pas à pas	La performance financière des firmes initiatrices baisse significativement. La performance financière comptable et boursière baisse d'autant plus que l'OPA est hostile. Les synergies ne semblent pas jouer en contradiction avec la théorie de l'efficience.
CHATERJEE S. & LUTBAKIN M. (Etats-Unis) 1990	Démontrer comment les paradigmes stratégiques dans le contexte des OPA peuvent constituer une importante contribution pour construire une théorie unifiée du risque systématique.	20 OPA observées de 1962 à 1979 (entreprises initiatrices et cibles)	. Cours boursiers . Levier financier . BETA	Tests paramétriques et non paramétriques	Les offres publiques sont des événements créateurs de valeur car elles réduisent le risque systématique d'une façon que ne peuvent réaliser les actionnaires eux-mêmes.
SETH A. (Etats-Unis) 1990	Déterminer si les OPA créent de la valeur et si les stratégies adoptées influent sur celle-ci.	104 OPA de 1962 à 1979 (entreprises initiatrices et cibles)	. Cours boursiers . Stratégie avec ou sans synergie . Taille relative	. Rendements anormaux	La création de la valeur est générale (+11%) et supérieure pour les opérations avec synergie si l'on n'intègre pas les opérations verticales. Les OPA avec synergie sont plus performantes si l'on exclue les opérations où les cibles sont petites.
CHATERJEE S. & WENERFELT B. (Etats-Unis) 1991	Déterminer la nature du lien entre le choix du type de diversification et les ressources de l'entreprise puis leurs performances respectives.	118 firmes initiatrices de 1981 à 1985	. Rentabilité économique (1984-1986) . Performance boursière (1980-1984/1975-1979) . Risque (variance rentabilité 1978/1980) . 3 indicateurs de ressources physiques et financières mesurés en 1980 . Taille (1980) . Investissement (1980) . Niveau de diversification initial (1980) Indicateur de diversification	Régression multiple	Les firmes avec une R & D ou une politique publicitaire intensive se sont diversifiées de façon spécialisée, et les firmes avec de fortes liquidités se sont diversifiées de façon conglomérale. Les firmes ne se conforment pas à ce modèle ont une performance inférieure.
LUTBAKIN M. & CHATERJEE S. (Etats-unis) 1991	Etude de la relation stratégie de diversification / performance sur plusieurs cycles de marché	Trois échantillons repris d'études précédentes : RUMELT (1968-1972) RUMELT (1972-1977) HAWKS (1977-1980) sur 182 à 193 firmes initiatrices	. Intensité capitalistique . Taille . Levier financier . 2 données boursières (BETA) . 3 indicateurs de diversification et de tendance.	. Analyse multivariée de la covariance . Corrélations . Régression LOGIT	On ne peut pas étudier la liaison stratégie/performance sans tenir compte de l'environnement économique temporel. Lors des périodes de déclin, les stratégies synergiques sont moins risquées et plus rentables.

<p><b>HILL C.W. &amp; HANSEN G.S.</b> (Etats-Unis) 1991</p>	<p>La performance de la diversification ne peut être comprise sans faire référence à ses motifs. Les conséquences dépendent du secteur.</p>	<p>18 firmes pharmaceutiques américaines ayant engagé des politiques de diversification de 1977 à 1986.</p>	<p>Risque : BETA de l'actif comptable mesuré à la date de l'opération à partir de la liquidité et l'intensité de la R &amp; D, de l'intensité de la publicité, de la structure de l'actionariat, du Q de Tobin, de la diversification :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>. Rentabilité économique mesurée de 1 à 3 ans après la diversification.</li> <li>. Part de marché, concentration, structure du capital mesurées à la date de l'opération.</li> <li>. Rendements anormaux</li> <li>. Indicateur de diversification</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Régression multiple sur des séries chronologiques "POOLEES"</li> <li>• Rendements anormaux</li> </ul>	<p>La diversification est une fonction négative de l'intensité de la R &amp; D, de la publicité, du Q de Tobin, de l'actionariat interne et d'une diversification initiale et une fonction positive de la liquidité de l'actionariat institutionnel et du risque. La diversification est associée en moyenne avec une diminution de la performance. La spécialisation dans l'industrie pharmaceutique semble être la seule solution.</p>
<p><b>CHATERJEE S.</b> (Etats-Unis) 1992</p>	<p>Examen du processus de création de la valeur (synergies ou restructurations). Afin de déterminer dans quel cas de figure l'offre doit être acceptée ou rejetée par la direction de la société-cible</p>	<p>577 firmes cibles d'OPA de 1963 à 1986 dont 436 réussies et 141 manquées et 1124 firmes témoins dont 408 pour les OPA manquées et 706 pour les OPA réussies.</p>	<p>Cours boursiers et ventes d'actifs par les firmes cibles dans les 3 ans avant l'opération.</p>	<p>Rendements anormaux</p>	<p>La création de valeur des offres publiques est imputable principalement aux restructurations et le phénomène est plus sectoriel que directement lié à la situation de la firme cible.</p>
<p><b>SUDARSANAM S., HOLL P. &amp; SALAMI A.</b> (Grande-Bretagne) 1993</p>	<p>Tester empiriquement si les synergies et la théorie de l'agence sont des motivations efficaces pour les entreprises initiatrices et cibles.</p>	<p>171 OPA de 1980 à 1989 (entreprises initiatrices et cibles)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>. Cours boursiers</li> <li>. 3 caractéristiques de la structure de l'actionariat.</li> <li>. 3 caractéristiques des opérations <ul style="list-style-type: none"> <li>. Synergies</li> </ul> </li> <li>. Free cash flow mesuré 1 an avant l'OPA</li> <li>. Q de Tobin 1 an avant l'OPA</li> <li>. Croissance du BPA mesurée sur les 4 ans précédant l'OPA.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>. Rendements anormaux</li> <li>. Régression multiple</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>. Les stratégies de diversification financière sont plus efficaces que les stratégies de diversification à base de synergie.</li> <li>. Les opérations hostiles sont plus efficaces pour les actionnaires des entreprises cibles.</li> <li>. La théorie de l'agence n'est pas confirmée.</li> </ul>

**La synthèse de ces recherches s'articule autour de six points :**

— L'ensemble des études, hormis celles de K.L. FOWLER et D.R. SCHMIDT (1989) et S. SUDARSANAM, P. HOLL et A. SALAMI (1993) confirment la liaison positive entre le degré de synergie et la performance<sup>(44)</sup> et D.H. HOPKINS (1987 A et B) ajoute que si les firmes adoptent une stratégie cohérente dans le temps, la performance en sera encore améliorée ;

— Cependant, S. CHATERJEE (1992) constate que la création de valeur due aux offres publiques est imputable principalement aux restructurations et non aux opérations avec synergies.

— Si une offre publique est hostile, quelle que soit la stratégie envisagée, la performance est plus faible (K.L. FOWLER et D.R. SCHMIDT), ce qui renvoie à la contradiction entre stratégie et opération inamicale et infirme partiellement la théorie de l'Agence. S. SUDARSANAM, P. HOLL et A. SALAMI (1993) n'ont d'ailleurs pas pu confirmer empiriquement l'efficacité des OPA motivées par les relations d'agence.

— Les stratégies d'offre publique sont efficaces car elles permettent de réduire le risque mieux que les actionnaires (S. CHATERJEE et M. LUTBAKIN, 1990) ;

— Le choix et l'efficacité de la stratégie d'acquisition sont fortement influencés par la situation de la firme dans un sens proche de la théorie du free cash flow (S.CHATERJEE et B. WENERFELT, 1991 - et C.W. HILL et G.S.HANSEN, 1991) ;

— Les circonstances conjoncturelles jouent sur l'efficacité des stratégies d'acquisition (M.LUTBAKIN et S. CHATERJEE, 1991) ainsi que l'appartenance sectorielle (C.W.HILL et G.S. HANSEN, 1991, et S. CHATERJEE, 1992) ;

**L'efficacité des stratégies d'OPA est principalement liée positivement aux opérations motivées par la recherche de synergies mais elle peut être influencée par des caractéristiques de second rang : conjoncture, appartenance sectorielle, free cash flow, politiques de restructuration.**

---

(44) Le constat est identique que la mesure ait été faite à l'aide d'une rentabilité comptable (3 contributions) ou boursière (8 contributions) ou conjointement (5 contributions).

## CONCLUSION PREMIERE PARTIE

### LES MOTIVATIONS ET L'EFFICACITE DES OFFRES PUBLIQUES : UNE VOIE DE RECHERCHE PRATIQUEMENT "VIERGE" EN FRANCE

**Cette recension avait pour objet de traiter des motifs et de l'efficacité des offres publiques au travers des contributions antérieures à cet ouvrage.**

Les offres publiques s'inscrivent bien dans le mouvement de la croissance externe comme l'analyse de leurs mouvements français respectifs a permis de le constater. De fait, les motivations théoriques de la croissance externe et ses variables d'environnement s'appliquent aussi aux offres publiques. Cependant, des motivations théoriques propres aux offres publiques et souvent liées à leur caractère hostile s'y ajoutent.

L'analyse des contributions empiriques consacrées aux motivations des offres publiques met en évidence plusieurs éléments :

- La validation d'hypothèses théoriques (théories de l'agence, de l'efficience et du Free cash flow, sous évaluation des entreprises cibles, ...) **sans pour autant que l'on aboutisse à leur hiérarchisation dans le cadre d'une vision globale ;**
- Le poids des variables d'environnement (**cycle sectoriel notamment**) ;
- Les **difficultés méthodologiques** engendrées par ce type de recherche ;
- **Le faible nombre des investigations consacrées au cas français.**

De la même façon, les études destinées à l'analyse de la performance et de l'efficacité des offres publiques soulignent plusieurs points :

- L'appréciation des performances des OPA est **divergente selon la méthodologie employée** : rendements boursiers (positive) et rentabilité comptable (négative) ;

— Le rôle disciplinaire des OPA est confirmé (théorie de l'agence) **mais ne se concrétise pas par une amélioration de la performance des entreprises cibles** ;

— L'efficacité des entreprises cibles s'améliore lorsque les motivations des OPA s'appuient sur leur sous-évaluation et la théorie du Free cash flow. Au contraire, les différences de styles de management jouent négativement ;

— L'efficacité des stratégies d'OPA est principalement liée positivement à la **recherche de synergies mais peut être influencée par des caractéristiques de second rang**: conjoncture, appartenance sectorielle, Free cash flow, politiques de restructuration.

— **L'analyse du cas français est restreinte à l'étude des performances au moyen des rendements boursiers.**

Ainsi, si la croissance externe atteste de son efficacité stratégique, en revanche, le même constat ne peut être formulé à propos des offres publiques sans émettre des **réserves**. Par ailleurs, ces recherches soulèvent de nombreux problèmes méthodologiques.





## **DEUXIEME PARTIE**

**LA DEMARCHE ET LES CHOIX METHODOLOGIQUES :**

**UNE TENTATIVE  
DE COHERENCE ET D'EXHAUSTIVITE**



Après avoir présenté la définition de la problématique (introduction générale), recensé les études antérieures (première partie), cette partie est destinée à aborder la formulation de la démarche et du jeu d'hypothèses afin de délimiter le champ de la recherche (2.1.), à préciser le support empirique, c'est-à-dire, les échantillons d'entreprises observées (2.2.), les variables utilisées (2.3.) et les outils statistiques (2.4.) avant de proposer le schéma général de la recherche et de le mettre en perspective avec les études antérieures (conclusion).

## 2.1. LA FORMULATION DE LA DEMARCHE ET DU JEU D'HYPOTHESES

La problématique de cette recherche s'appuie sur une hypothèse centrale :

**L'OFFRE PUBLIQUE EST MOTIVEE PAR UNE DEMARCHE STRATEGIQUE DE L'ENTREPRISE INITIATRICE DONT LA NATURE DETERMINE ET SANCTIONNE LA REUSSITE FUTURE DE L'OPERATION**

Elle nous conduit à une double interrogation :

- **Quelles sont les motivations des offres publiques ?** Cette question est destinée à dégager des facteurs explicatifs des offres publiques et à distinguer les différentes démarches qui ont amené, d'une part, les entreprises à initier des OPA, et, d'autre part, des entreprises à faire l'objet d'une OPA ;
- **Quelle est l'efficacité des offres publiques ?** L'objet de cette interrogation est de déterminer l'efficacité des offres publiques non pas sous la forme d'une performance dans l'absolu mais au regard de leurs motivations pour les entreprises initiatrices et cibles des OPA.

P.C. HASPELAGH et D.B. JEMISON (1991) distinguent deux phases dans le processus d'acquisition :

- le processus de prise de décision ;
- le processus d'intégration.

Les problèmes du processus de décision sont relatifs à la capacité des dirigeants de l'entreprise initiatrice à analyser la complémentarité stratégique des entreprises initiatrices et cibles, à évaluer financièrement l'entreprise cible et le retour sur investissement potentiel de l'acquisition. **Ils sont liés aux motivations des offres publiques d'achat et d'échange.**

**Le propos de la deuxième phase est de cerner les sources de l'efficacité du processus d'intégration** ; la validation de la qualité et de la cohérence des motivations ne présume pas nécessairement de leur efficacité et des actions qui seront effectivement entreprises par les dirigeants pour intégrer l'entreprise cible. Aussi, la création de valeur ne dépend-elle pas automatiquement de la justesse de l'analyse

pré-acquisition et doit s'accompagner d'une politique d'intégration réussie. Dans cette hypothèse, la mesure quasi-instantanée de la performance des offres publiques d'achat et d'échange par la mesure des rendements anormaux des cours boursiers sur les quelques jours postérieurs aux offres n'est pas adaptée<sup>(1)</sup>.

La problématique de la recherche est articulée autour de deux démarches successives :

- l'analyse des motivations (2.1.1.) ;
- l'analyse de l'efficacité (2.1.2.).

### 2.1.1. La démarche de l'analyse des motivations

Notre recherche propose deux perceptions complémentaires des motivations : les motivations explicites et implicites.

#### 2.1.1.1. Les motivations explicites

**Elles sont clairement annoncées par l'équipe dirigeante de l'entreprise initiatrice de l'offre publique lors de son dépôt. Ainsi, on entend par explicite l'annonce publique de ces motivations avant la réalisation effective de l'opération.**

Elles sont matérialisées par un "*discours*". A.C. MARTINET (1993-B) définit "*le discours comme un ensemble d'idées et de pratiques qui conditionnent nos façons de voir et d'agir sur certains phénomènes qui produit sa vérité, une vision du monde telle que les problèmes sont définis dans des termes que le discours peut résoudre*<sup>(2)</sup>". Le discours produit sa propre téléologie entre motivations et efficacité supposée.

**Le discours stratégique peut être un objet de connaissances sur l'entreprise car il traduit des perceptions, des comportements, des pratiques, l'image que l'entreprise se fait de ses actes.**

---

(1) La majorité des investigations se sont intéressées à la performance boursière des entreprises cibles et/ou initiatrices à la suite de ces opérations avec une période d'analyse limitée aux quelques jours postérieurs à l'offre.

(2) A.C. MARTINET (1993) s'est inspiré de M. FOUCAUT pour la définition du discours.

Le discours est aussi un instrument de la stratégie parce qu'il participe à sa formulation et qu'il en est le véhicule dans le cadre d'une "*technologie du pouvoir*".

*"Il tente de faire prévaloir l'image d'une organisation maîtrisée et contrôlée, rationnelle malgré les turbulences économiques. Il offre une sécurité psychique aux dirigeants qui se persuadent ainsi d'être maîtres de leur destin comme à ceux des dirigés qui répugnent à décider et peuvent ainsi échapper à la liberté"* (A.C. MARTINET, 1993-B).

**Le discours n'est pas neutre, il est l'expression des motivations et objectifs que l'entreprise souhaite afficher explicitement<sup>(3)</sup>.**

L'analyse du discours<sup>(4)</sup> n'est pas la seule forme d'étude des motivations explicites :

— Les enquêtes par questionnaires, entretiens directifs ou semi-directifs, mais, ils présentent l'inconvénient d'être réalisés a posteriori et sont biaisés par le risque d'une reconstruction des motivations en fonction de la réalité vécue ;

— Les études cliniques, mais, elles présentent les mêmes défauts que les enquêtes à moins qu'elles ne soient réalisées "*in-vivo*" pendant les opérations. Elles sont limitées par le champ individualisé des recherches.

C'est pourquoi de façon formelle, le support de l'analyse, retenu dans ce travail, est la rubrique intitulée "*motifs de l'opération*" de la note d'information obligatoire déposée par les initiateurs des offres publiques<sup>(5)</sup>.

---

(3) Pour une présentation plus approfondie des discours stratégiques, on peut se reporter aux travaux de T JACQUOT :

- "*objet, contenu et logiques d'expression du discours stratégique des dirigeants : une analyse lexicométrique des messages des présidents*", CAHIERS DE RECHERCHE - ERESTRATE/IAE NANCY, n° 5, Juin 1991 ;

- "*le discours stratégique*", thèse de Sciences de Gestion, IAE NANCY (en cours, échéance 1994)

(4) L'analyse du discours s'apparente à la sémiologie qui étudie la vie des signes au sein de la vie sociale.

(5) Le choix et la présentation de ce support sont justifiés et détaillés ultérieurement dans cette partie.

Dans ce texte, nous pouvons isoler trois catégories de motivations explicites :

- **Les motivations générales** : elles sont l'expression pour chacune des entreprises d'une singularité attachée au caractère unique de chaque opération ;
- **Les logiques génériques de motivations** : elles correspondent à la mise en évidence de motivations transversales et récurrentes parmi les motivations générales ;
- **Les stratégies de motivations** : elles qualifient le caractère récurrent des associations de logiques génériques au sein des motivations générales.

#### 2.1.1.2. Les motivations implicites

Les motivations implicites peuvent être qualifiées de **motivations objectives de l'entreprise et ne sont pas nécessairement identiques aux premières**. Au contraire des motivations explicites, celles-ci ne sont pas exprimées publiquement avant la réalisation de l'opération, **elles ne peuvent être identifiées qu'au travers d'une analyse des situations respectives des entreprises initiatrices et cibles avant les offres publiques**.

L'analyse des motivations implicites correspond à la tentative de mise en évidence des motivations "*sous-jacentes*" aux motivations explicites. La comparaison des motivations explicites et implicites permet d'analyser les écarts éventuels qui pourraient apparaître. Dans l'hypothèse de la création d'une commission indépendante comme l'a suggéré H. KRIFA (1991), ces travaux pourraient être utilisés directement.

Dans le cadre de la présente recherche, nous avons tenté de mettre en évidence les motivations implicites sur la base des **caractéristiques comptables des entreprises initiatrices et cibles**. Nous faisons l'hypothèse que la situation des entreprises, exprimée au travers de leurs caractéristiques comptables, est susceptible de révéler les motivations implicites<sup>(6)</sup>.

---

(6) Cette démarche a été adoptée par de nombreuses études consacrées à la Croissance Externe et aux OPA sans pour autant qu'elles se démarquent sciemment des motivations explicites : F. BAVAY et D. BEAU (1989), B. GRAND (1990), M. GUILLOU et J. GROLIER (1976), R. MØRCK, A. SCHLEIFER et R.W. VISHNY (1988), P. NAVAITTE (1978 A, B et C), D.J. RAVENSCRAFT et F.M. SCHERER (1987), ... Néanmoins, cette préoccupation apparaît chez J. ALLOUCHE (1981) qui a consulté les protocoles d'accord de fusion déposés chez les notaires.



L'utilisation des données comptables n'est pas la seule façon de caractériser les motivations implicites :

— **L'identification des stratégies des entreprises sur la base des codes SIC/APE<sup>(7)</sup>** : R. AMIT et J. LIVNAT (1989) ont ainsi distingué 3 types de diversification : totale, complémentaire (related) et purement financière ;

— **Le rapport des évaluations comptables et boursières** : H. SERVAES (1991) utilise le Q de Tobin (rapport des valeurs de marché des firmes et de remplacement de leurs actifs) pour caractériser les motivations implicites ;

— **Les dossiers de presse** : C. EYNAUDI (1990) a caractérisé à partir de dossiers de presses et des spécificités sectorielles des entreprises 10 motivations des offres publiques : augmentation d'une part de marché nationale, augmentation d'une part de marché internationale, diversification de proximité, diversification pure, reprise d'une firme en difficulté, opérations à caractère financier, réorganisation d'un groupe pour rationaliser la production, réorganisation d'un groupe pour rationaliser la distribution, réorganisation d'un groupe pour rationaliser les structures, autres.

— **La démarche psychanalytique** : J.C. SCHNEIDER et R.L.M. DUNBAR (1987) ont analysé des articles de médias américains portant sur des opérations d'OPA. L'utilisation courante par les médias d'un langage emprunté aux contes et mythes a amené les auteurs à se demander si, au-delà de l'aspect événementiel, ce phénomène ne recouvrait pas une réalité plus tangible. L'apport de la psychanalyse a permis de mettre en évidence des motivations irrationnelles ou inconscientes sous-jacentes aux motivations rationnelles explicites ou conscientes :

- la croissance correspond en fait à une volonté de pouvoir : "*grossir, manger, ou être mangé*" ;
- le contrôle de l'environnement peut être assimilé au combat : "*guerre totale*" ;
- les synergies sont le fait d'une recherche de l'Association : "*mariage*" ;
- le gain reflète une motivation inconsciente d'agression, de narcissisme : "*chasse, guerre*"<sup>(8)</sup>.

---

(7) Le code SIC est l'équivalent, pour les Etats-Unis, du code APE pour la France.

(8) Les différentes motivations irrationnelles impliquent l'utilisation des divers mécanismes et manœuvres que les auteurs ont illustrés par plusieurs monographies (notamment l'opération BENDIX/MARTIN MARIETTA). Cette démarche pourrait ainsi permettre de prédire les mouvements et pratiques vraisemblablement utilisés.

L'utilisation de données comptables nous a permis d'articuler la problématique autour de deux types de distinctions :

— **Une séparation entre motivations, raisons et stratégies implicites** : les **motivations** sont issues de l'analyse des caractéristiques des firmes initiatrices dans la mesure où elles sont à l'origine des opérations et où la décision stratégique d'offre publique leur appartient. Les **raisons** sont obtenues à partir de l'analyse des caractéristiques des entreprises cibles au sens où elles présentent des profils susceptibles d'assurer la réalisation des motivations. Les **stratégies** résultent de l'analyse conjointe des caractéristiques des entreprises initiatrices et cibles dans le but d'apprécier la combinaison des motivations et raisons implicites ;

— **Une dichotomie entre motivations, raisons et stratégies générales et spécifiques** : en premier lieu, nous nous intéressons à une vision globale du phénomène avec pour objectif de découvrir les motivations, raisons et stratégies qui transcendent le mouvement des offres publiques d'achat et d'échange et le caractérisent de façon générale. En second lieu, nous souhaitons approfondir cette vision initiale, par la détermination de typologies de motivations, raisons et stratégies spécifiques.

L'un des objectifs principaux de cette recherche est de déterminer la singularité des motivations des OPA, c'est-à-dire la singularité des motivations du choix de l'OPA comme instrument de la mise en œuvre de la stratégie. **Pour ce faire, la technique du pairage/appareillage a été utilisée.** Elle consiste à comparer les caractéristiques des entreprises initiatrices et cibles à celles d'entreprises "*témoins*" comparables en termes d'activités et de taille et n'ayant pas été engagées dans un processus de développement par offre publique.

### 2.1.2. La démarche de l'analyse de l'efficacité

L'efficacité des offres publiques d'achat et d'échange a été appréciée selon deux modalités complémentaires : la performance dans l'absolu et l'efficacité des stratégies mises en œuvre.

#### 2.1.2.1. La performance dans l'absolu

**L'étude de la performance dans l'absolu correspond à une vision de l'offre publique en tant qu'instrument de l'efficacité économique des entreprises.** Nous avons par ailleurs montré (introduction générale) que l'efficacité économique n'était pas la seule motivation des offres publiques, c'est pourquoi une démarche limitée à cet aspect ne serait pas pertinente.

La mesure de la performance pour les entreprises initiatrices et cibles a été réalisée à partir d'indicateurs d'origine comptable mesurés jusqu'à 5 ans après l'opération. Seuls D.J. RAVENSCRAFT et F.M. SCHERER (1987), aux Etats-Unis ont adopté une démarche similaire pour les OPA<sup>(9)</sup>. La plupart des autres études se consacrent à une étude de la performance des OPA à l'aide d'indicateurs boursiers<sup>(10)</sup>. Cette démarche ne nous paraît pas pertinente dans la mesure où elle contraint la performance à la mesure de l'enrichissement des actionnaires et où la période de temps étudiée, beaucoup trop courte, les quelques jours postérieurs à l'offre, ne prend pas en compte les problèmes de l'intégration (P.C. HASPELAGH et D.B. JEMISON, 1991).

#### 2.1.2.2. L'efficacité des stratégies mises en œuvre

Notre propos n'est pas uniquement de caractériser la performance des offres publiques dans l'absolu mais aussi de **mesurer l'efficacité des motivations explicites et implicites mises en évidence**. Plusieurs études sont basées sur une problématique similaire mais n'ont utilisé qu'exceptionnellement des indicateurs comptables comme mesure de l'efficacité<sup>(11)</sup>. **Ainsi, aucune recherche de ce type n'a été menée jusqu'ici en France**. Enfin, les recherches de ce type englobent rarement une double analyse pré et post-OPA, la plupart des études réduisant leur analyse des stratégies d'offre publique à une mesure de l'intensité de la diversification à partir des appartenances sectorielles respectives des entreprises initiatrices et cibles concernées.

---

(9) En revanche des études portant sur la croissance ont exploité cette piste de recherche : J. ALLOUCHE (1981), F. BAVAY et D. BEAU (1988), P.Y. HENIN (1971), P. NAVATTE (1978 A, B et C), ...

(10) On peut consulter les recensions très complètes de M. LUTBAKIN (1983) et F.M. SCHERER (1988) ou se reporter à la première partie de cette thèse.

(11) On peut se référer à R. AMIT & J. LIVNAT (1988), D.H. HOPKINS (1987-B), K.L. FOWLER & D.R. SCHMIDT (1989), M. LUTBAKIN & S. CHATERJEE (1991).

### 2.1.3. Le jeu d'hypothèses

La présentation de la démarche adoptée pour caractériser les motivations et l'efficacité des offres publiques en France de 1970 à 1990 nous permet de présenter le jeu d'hypothèses sous une forme opérationnelle par rapport à l'introduction générale.

Nous avons retenu trois catégories d'hypothèses :

- les hypothèses relatives à l'étude des motivations explicites ;
- les hypothèses relatives à l'étude des motivations implicites ;
- les hypothèses relatives à l'étude de l'efficacité.

TABLEAU n° 23 : LES HYPOTHESES DE LA RECHERCHE :

- **Les hypothèses pour l'étude des motivations explicites**
  - Hypothèse 1.1. : il existe une typologie des motivations générales explicites ;
  - Hypothèse 1.2. : il existe une typologie des logiques génériques des motivations explicites ;
  - Hypothèse 1.3. : il existe une typologie des stratégies de motivation explicites.
  
- **Les hypothèses pour l'étude des motivations implicites**
  - Hypothèse 2.1. : il existe des motivations générales implicites des firmes initiatrices ;
  - Hypothèse 2.2. : il existe une typologie des motivations spécifiques des firmes initiatrices ;
  - Hypothèse 2.3. : l'analyse des firmes cibles permet de dégager des raisons générales implicites ;
  - Hypothèse 2.4. : l'analyse des firmes cibles permet de dégager une typologie des raisons spécifiques implicites ;
  - Hypothèse 2.5. : il existe des stratégies générales implicites (firmes initiatrices et cibles) ;
  - Hypothèse 2.6. : il existe une typologie des stratégies spécifiques implicites (firmes initiatrices et cibles).
  
- **Les hypothèses pour l'étude de l'efficacité**
  - Hypothèse 3.1. : l'analyse des firmes cibles après l'opération permet de caractériser la performance des offres publiques ;
  - Hypothèse 3.2. : l'analyse des firmes initiatrices après l'opération permet de caractériser la performance des offres publiques ;
  - Hypothèse 3.3. : l'efficacité des offres publiques est différenciée selon les motivations implicites spécifiques des entreprises initiatrices<sup>(12)</sup> ;
  - Hypothèse 3.4. : l'efficacité des offres publiques est différenciée selon les raisons implicites spécifiques des entreprises cibles ;
  - Hypothèse 3.5. : l'efficacité des offres publiques est différenciée selon les motivations générales explicites des offres publiques.

**L'ensemble de ces hypothèses s'inscrivent dans le cadre d'une problématique empirico-inductive** comme le souligne leur formulation. Le matériel théorique intervient exclusivement comme aide à l'interprétation des résultats obtenus. L'étendue de la démarche traduit à la fois la volonté d'exhaustivité et de cohérence de cette recherche qui est confirmée par la sélection des échantillons et des variables ainsi que le choix des méthodologies statistiques.

---

(12) Cette hypothèse n'a pu être testée empiriquement en raison de problèmes d'échantillonnage.

## **2.2. LA CONSTITUTION DES ECHANTILLONS SE CARACTERISE PAR LA RECHERCHE D'UNE REPRESENTATIVITE MAXIMALE.**

Les échantillons utilisés varient en fonction des différentes parties de l'analyse : motivations explicites, motivations implicites et efficacité des offres publiques d'achat et d'échange. Ils sont destinés à étudier les offres publiques en France de 1970 à 1990.

### **2.2.1. L'échantillon d'analyse des motivations explicites se singularise par une représentativité exceptionnelle.**

Les motivations explicites sont étudiées à partir d'un échantillon de 232 offres publiques concernant des sociétés cibles françaises et observées de 1970 à 1990. Pendant cette même période, 297 opérations au total ont été enregistrées ; **cet échantillon en comprend ainsi plus de 78 % et peut donc être considéré comme très représentatif.** Seules les offres publiques selon la procédure normale ont été retenues. Le tableau n° 24 ci-après, reprend la composition annuelle de l'échantillon par rapport à la population totale.

TABLEAU n° 24 : COMPOSITION ANNUELLE DE L'ECHANTILLON PAR  
RAPPORT A LA POPULATION TOTALE

ANNEE	NOMBRE TOTAL D'OPERATIONS	NOMBRE D'OPERATIONS OBSERVEES	NOMBRE D'OPERATIONS OBSERVEES (EN %)
1970	13	9	69
1971	12	10	83
1972	28	21	75
1973	24	12	50
1974	13	6	46
1975	15	14	93
1976	14	12	86
1977	18	15	83
1978	11	4	36
1979	12	5	42
1980	11	8	73
1981	2	2	100
1982	5	2	40
1983	3	2	67
1984	0	0	—
1985	9	9	100
1986	13	12	92
1987	12	12	100
1988	39	36	92
1989	27	26	96
1990	16	15	94
<b>TOTAL</b>	<b>297</b>	<b>232</b>	<b>78</b>

Sources :  
 . Années boursières de 1970 à 1987  
 . Statistiques annuelles des bourses françaises de valeur 1988-1990  
 . Rapports de la COB de 1970 à 1990

Dans la mesure où une note d'information correspond parfois à plusieurs opérations, c'est 213 notes qui ont fait l'objet des analyses.

Toutes les opérations n'ont pas nécessairement abouti, ainsi 28 des 232 opérations étudiées se sont traduites par un échec. L'échec est ici défini par un abandon de l'offre au cours de la procédure ou bien par un refus des actions apportées à l'offre motivé par un nombre insuffisant d'actions présentées par rapport à celui qui avait été prescrit dans les conditions de validité de l'offre. En revanche, si l'initiateur a accepté les actions apportées à l'offre même si les conditions requises n'ont pas été remplies, l'offre a été considérée comme réussie. Par exemple, l'OPA de PARIBAS sur la NAVIGATION MIXTE a été considérée comme une réussite en dépit d'un échec de la prise de contrôle en elle-même.

Certaines offres, qui ont été recensées et étudiées concernaient la même entreprise et s'inscrivaient dans le cadre de procédures concurrentes : ainsi, 41 notes concernent en fait 22 sociétés cibles. Elles peuvent être scindées en deux catégories :

— les offres initiales (17), ces offres ont été initiées en l'absence d'une autre et ont, par la suite, été concurrencées ;

— les offres concurrentes (24), ces offres ont été initiées en présence d'une offre antérieure.

**Au total, l'échantillon des 213 notes d'information retenues concerne 232 offres publiques et 213 sociétés cibles différentes.** La présentation détaillée de l'ensemble des opérations est contenue dans les annexes n° 1 et n° 2.

### **2.2.2. Les échantillons d'analyse des motivations implicites : un processus strict de sélection qui a préservé la représentativité.**

La volonté d'exhaustivité a présidé à la constitution des échantillons des firmes cibles et initiatrices. Cependant, **l'exigence d'homogénéité de ces échantillons et des variables étudiées nous a conduit à introduire des contraintes de sélection pour chacune des populations de firmes initiatrices et cibles :**

— **Les contraintes imposées à la population des firmes initiatrices :**

- Les firmes étrangères et les organismes financiers ont été exclus en raison d'une normalisation comptable incompatible avec celle des entreprises industrielles et commerciales françaises ;

- Les entreprises ayant initié conjointement une offre publique d'achat ou d'échange ont été éliminées afin de ne pas introduire de confusion dans la mesure où il est délicat de déterminer la nature et l'importance de l'engagement de chacun des protagonistes au delà de la part financière et donc d'attribuer à tel ou tel partenaire la paternité de l'offre. Au contraire, les initiateurs d'offres concurrentes ont été conservés, le problème ne se posant pas ;

- Les entreprises initiatrices d'offres publiques d'achat ou d'échange simultanées ont été retirées, les motivations propres à chacune des opérations ne pouvant être mises en évidence dans le cadre de cette problématique.



— **Les contraintes imposées à la population des firmes cibles** : à l'instar des firmes initiatrices, les firmes cibles étrangères et les organismes financiers n'ont pas été retenus. Au contraire, les autres limitations ne trouvaient pas ici de justification, et la sélection des firmes cibles a donc été moins sévère. D'autre part, si les firmes initiatrices ont été relativement nombreuses, les firmes étrangères n'ont que rarement fait l'objet d'une offre publique d'achat ou d'échange, ce qui s'explique aisément par la structure essentiellement française de la cote des Bourses de Paris et de Province. Enfin, aucune limitation n'a été instaurée sur la base du marché de cotation (cote officielle, second marché, hors cote).

A l'issue de cette première sélection, les populations de base ont été déterminées et ont permis la constitution des échantillons. Pour ce faire, les différentes éditions annuelles du Dictionnaire des sociétés cotées de la Cote Desfossées (ou Annuaire Desfossées) ont été utilisées, ce qui a conduit à éliminer les entreprises non cotées (par nature initiatrice) ou tout simplement non répertoriées.

Par ailleurs, les données comptables recueillies devaient être homogènes sur l'ensemble de la période étudiée pour chacune des entreprises, soit de 5 ans avant l'opération à 1 an avant l'opération. Le manque d'homogénéité sur la période ou l'absence des données sur l'ensemble ont parfois amené à retenir des éléments pour un laps de temps plus court (par exemple de 3 ans avant l'opération à 1 an avant l'opération) voire à écarter des entreprises de l'échantillon.

**Enfin, un problème majeur a impliqué une scission en deux périodes d'observation. En effet, la modification du plan comptable en 1982-1983 a introduit un biais trop important pour que les échantillons avant et après cette mesure soient comparables.** Si les données antérieures à cette période n'étaient malheureusement pas consolidées et assez peu détaillées avec une présentation du compte de résultat pratiquement réduite au résultat net comptable, par la suite, le Dictionnaire des sociétés cotées a connu une évolution considérable incluant la présentation complète des comptes sociaux et des comptes consolidés. C'est pourquoi deux périodes d'analyse ont été distinguées :

— **1970-1985** : les données utilisées sont plus frustrées et **non consolidées**. La période court jusqu'en 1985 car le Dictionnaire des sociétés cotées n'a que tardivement adopté les nouvelles normes comptables. Pour les sociétés initiatrices, l'échantillon est restreint à la période 1970-1982<sup>(13)</sup>.

---

(13) Aucune entreprise initiatrice n'a pu être recensée pour la période 1983-1985.

— **1987-1990** : les données sont plus riches et **consolidées**. L'année charnière, 1986, n'a pu faire l'objet d'une analyse.

En définitive, quatre échantillons ont donc été constitués :

- les entreprises initiatrices de 1970 à 1982 (Tableau n° 25) ;
- les entreprises initiatrices de 1987 à 1990 (Tableau n° 26) ;
- les entreprises cibles de 1970 à 1985 (Tableau n° 27) ;
- les entreprises cibles de 1987 à 1990 (Tableau n° 28).

La répartition annuelle de chacun de ces échantillons et la comparaison avec leurs populations d'origine sont présentées dans les tableaux n° 25 à 28. Les listes des entreprises concernées sont reprises dans l'annexe n° 25.

TABLEAU n° 25 : LA COMPOSITION ANNUELLE DE L'ECHANTILLON  
DES ENTREPRISES INITIATRICES (1970-1982) PAR  
RAPPORT A LA POPULATION TOTALE\*

ANNEE	NOMBRE TOTAL D'OPERATIONS	NOMBRE D'OPERATIONS OBSERVEES	NOMBRE D'OPERATIONS OBSERVEES (EN %)
1970	4	1	25,0%
1971	3	1	33,3%
1972	8	2	25,0%
1973	4	2	50,0%
1974	5	1	20,0%
1975	5	1	20,0%
1976	6	2	33,3%
1977	6	5	83,3%
1978	7	4	57,1%
1979	5	3	60,0%
1980	4	4	100,0%
1981	1	0	0,0%
1982	1	1	100,0%
<b>TOTAL</b>	<b>59</b>	<b>27</b>	<b>45,8%</b>

\* Aucune entreprise n'a pu être observée sur la période 1983-1985.

TABLEAU n° 26 : LA COMPOSITION ANNUELLE DE L'ECHANTILLON DES  
ENTREPRISES INITIATRICES (1987-1990) PAR RAPPORT  
A LA POPULATION TOTALE

ANNEE	NOMBRE TOTAL D'OPERATIONS	NOMBRE D'OPERATIONS OBSERVEES	NOMBRE D'OPERATIONS OBSERVEES (EN %)
1987	4	2	50%
1988	10	7	70%
1989	8	4	50%
1990	1	0	0%
<b>TOTAL</b>	<b>23</b>	<b>13</b>	<b>56,50%</b>

TABLEAU n° 27 : LA COMPOSITION ANNUELLE DE L'ECHANTILLON DES ENTREPRISES CIBLES (1970-1985) PAR RAPPORT A LA POPULATION TOTALE.

ANNEE	NOMBRE TOTAL D'OPERATIONS	NOMBRE D'OPERATIONS OBSERVEES	NOMBRE D'OPERATIONS OBSERVEES (EN %)
1970	6	4	66,7%
1971	7	3	42,9%
1972	9	7	77,8%
1973	5	3	60,0%
1974	9	5	55,6%
1975	12	10	83,3%
1976	10	10	100,0%
1977	10	7	70,0%
1978	6	4	66,7%
1979	4	3	75,0%
1980	7	6	85,7%
1981	2	1	50,0%
1982	2	1	50,0%
1983	2	1	50,0%
1984	0	0	—
1985	3	3	100,0%
<b>TOTAL</b>	<b>94</b>	<b>68</b>	<b>72,3%</b>

TABLEAU n° 28 : LA COMPOSITION ANNUELLE DE L'ECHANTILLON DES ENTREPRISES CIBLES (1987-1990) PAR RAPPORT A LA POPULATION TOTALE.

ANNEE	NOMBRE TOTAL D'OPERATIONS	NOMBRE D'OPERATIONS OBSERVEES	NOMBRE D'OPERATIONS OBSERVEES (EN %)
1987	6	5	83,3%
1988	20	15	75,0%
1989	12	6	50,0%
1990	8	6	75,0%
<b>TOTAL</b>	<b>46</b>	<b>32</b>	<b>69,6%</b>

On note que les échantillons constitués représentent une part élevée de la population d'origine avec une meilleure représentativité pour les entreprises cibles par rapport aux entreprises initiatrices en raison de la non cotation de nombre d'entre elles ou de la structure holding adoptée, qui, en l'absence de comptes consolidés pour la période 1970-1985, n'ont pu être prises en considération.

A partir de ces échantillons, nous avons tenté de constituer deux échantillons supplémentaires comprenant les entreprises cibles et initiatrices correspondant aux mêmes opérations afin de les comparer et de dresser une typologie stratégique. Cependant, seul l'échantillon concernant la période 1970-1985 s'est avéré opérationnel (20 couples) au contraire de la période 1987-1990 où l'effectif n'était pas suffisant pour mener à bien cette analyse.

**Enfin, la technique du pairage a été utilisée afin de mettre en évidence les singularités des entreprises initiatrices et cibles par rapport à des entreprises comparables n'ayant pas participé à des opérations d'offres publiques d'achat ou d'échange.** Néanmoins, le pairage n'a pu être pratiqué que pour la période 1987-1990, le code APE n'étant pas disponible pour la période précédente. Les entreprises témoins/jumelles ont été choisies selon deux critères successifs :

— **Le code APE** : il représente le **secteur d'activité principal de l'entreprise** et évite le biais sectoriel en termes de cycle et de structure bilantielle dont l'importance a déjà été soulignée. Dans la mesure du possible, le pairage a été effectué sur la base des deux premiers chiffres. Dans la plupart des cas, les trois voire quatre premiers chiffres coïncident ; cependant, quelques rares exceptions ont été nécessaires (3 sur 32 pour l'échantillon des entreprises cibles et 5 sur 13 pour les entreprises initiatrices), le pairage ayant alors été réalisé avec une entreprise appartenant à un secteur d'activité voisin.

— **Le chiffre d'affaires** : il matérialise la **taille de l'entreprise** et permet ainsi d'éviter ce biais au sens où les comportements d'une PME et d'une grande entreprise, à l'intérieur du même secteur d'activité, présentent des dissemblances. Le pairage a été mené dans le cadre de trois catégories :

- 0 à 100 millions de FRF de chiffre d'affaires
- 100 à 500 millions de FRF de chiffre d'affaires
- plus de 500 millions de FRF de chiffre d'affaires

**Les entreprises témoins ont été sélectionnées avec le maximum de précision possible** et le pairage est parfois plus précis que celui imposé par les trois classes.

Les tableaux n° 29 et 30 présentent les listes respectives des entreprises initiatrices et cibles et des entreprises témoins correspondantes<sup>(14)</sup>.

**TABLEAU n° 29 : LA COMPOSITION DE L'ECHANTILLON D'ENTREPRISES INITIATRICES DE 1987 à 1990 ET DES ENTREPRISES TEMOINS CORRESPONDANTES\***

Entreprises initiatrices	Entreprises témoins
• GENERALE DES EAUX (1987)	• BOUYGUES
• EPEDA BERTRAND FAURE (1987)	• SOMMER ALLIBERT
• GTI (1988)	• CGEA
• SCOA (1988)	• CIE OPTORG
• LYONNAISE DES EAUX (1988)	• GTM ENTREPOSE
• OLIPAR (1988)	• PERNOD RICARD
• VALEO (1988)	• ECIA
• AU PRINTEMPS (1988)	• GALERIES LAFAYETTE
• SCHNEIDER (1988)	• MICHELIN
• CFAO (1989)	• LAFARGE COPPEE
• COMPTOIRS MODERNES (1989)	• ALSACIENNE DE SUPERMARCHES
• POLIET (1989)	• CEMENTS VICAT
• DOCKS DE FRANCE (1989)	• CASINO GUICHARD PERRACHON

\* Les dates indiquent l'année de réalisation des OPA.

(14) L'annexe n° 25 récapitule à nouveau ces listes.

TABLEAU n° 30 : LA COMPOSITION DE L'ECHANTILLON D'ENTREPRISES CIBLES DE 1987 à 1990 ET DES ENTREPRISES TEMOINS CORRESPONDANTES\*

Entreprises cibles	Entreprises témoins
• DUFFOUR & IGON (1987)	• CARBOXYQUE FRANCAISE
• CCMC (1987)	• SLIGOS
• ADOLPHE LAFONT (1987)	• ALBERT S.A.
• FICHET BAUCHE (1987)	• ZIEGLER
• LUCHAIRE (1987)	• PRECISION MECANIQUE LABINAL
• RHIN RHONE (1988)	• SAFIC ALCAN
• GUERIMAND VOIRON (1988)	• PAPETERIES DE CLAIREFONTAINE
• SEMA METRA (1988)	• CAP GEMINI SOGETI
• UFINER (1988)	• DYNACTION
• EMGP (1988)	• GARONOR
• EPEDA BERTRAND FAURE (1988)	• SOMMER ALLIBERT
• GUITEL ETIENNE MOBILOR (1988)	• VIRAX
• TALCS DE LUZENAC (1988)	• CIE DES SALINS DU MIDI
• SFERNICE (1988)	• LE MATERIEL ELECTRONIQUE
• EUROPEENNE DE SOUFRES INDUSTRIELS (1988)	• MANUFACTURE LANDAISE DE PRODUITS CHIMIQUES
• HOLOPHANE (1988)	• POCHET
• LA REDOUTE (1988)	• NOUVELLES GALERIES REUNIES
• BADIN (1988)	• ETS RUBY
• TELEMECANIQUE (1988)	• MERLIN GERIN
• MARTELL (1988)	• TAITTINGER
• CONSTRUCTIONS ELECTRIQUES DE NANCY (1989)	• CEE
• BERGER LEVRAULT (1989)	• ISTRRA
• LA RUCHE MERIDIONALE (1989)	• GENTY S.A.
• LAMBERT FRERES (1989)	• PORCHER
• ECONOMATS DU CENTRE (1989)	• GEL 2000
• AUSSDAT REY (1989)	• LA ROCHETTE
• MINES DE LA LUCETTE (1990)	• MANUFACTURE LANDAISE DE PRODUITS CHIMIQUES
• DEFONTAINE (1990)	• PEUGEOT MOTOCYCLES
• IPA (1990)	• COFIDEP
• EMGP (1990)	• FINANCIERE SOGEPARC
• SAFAA (1990)	• SIMOTRA
• BISCUITS GARDEIL (1990)	• BISCUITS POULT

\* Les dates indiquent l'année de réalisation des OPA.

**L'utilisation de la technique du pairage ne fait pas l'objet d'un consensus bien qu'elle soit régulièrement pratiquée.** Le pairage consiste à appareiller une entreprise qui a connu un évènement considéré (l'initiation ou la cible d'une offre publique dans notre cas) avec une entreprise aux caractéristiques similaires n'ayant pas été intéressée au processus étudié. K.G. PALEPU (1986) conteste cette technique car il estime qu'elle introduit un biais par rapport à la population initiale où il n'y a pas équi-répartition des deux catégories d'entreprises. En conséquence, la discrimination des caractéristiques respectives des entreprises conduirait à biaiser les coefficients estimés ce qui rendrait inopérante toute tentative de description de celles-ci.

P. BARNES (1990) contredit ce point de vue, car, selon lui, l'utilisation de l'échantillon au hasard préconisé par K.G. PALEPU (1986) rend impossible toute procédure d'estimation, ce que reconnaît d'ailleurs aisément K.G. PALEPU (1986) et ce qui est illustré par l'échantillon d'analyse qu'il a utilisé pour mettre en œuvre une régression LOGIT (1/3 d'entreprises cibles et 2/3 d'entreprises non opérées).

Au delà de la justification d'opérationnalité avancée par P. BARNES (1990), nous ne souscrivons pas aux critiques de K.G. PALEPU (1986). Le but du pairage, dans le cas de notre étude, n'est pas d'apprécier les probabilités d'initier une OPA ou d'être cible d'une OPA en tant que telles, mais, de mettre en évidence les caractéristiques discriminantes des entreprises initiatrices et cibles d'offres publiques. **Dans la mesure où nous avons choisi des entreprises "témoins" aux caractéristiques similaires à celles des entreprises étudiées, notre objectif est de comprendre pourquoi, dans des conditions équivalentes, des entreprises ont initié des OPA et d'autres non, d'une part, des entreprises ont fait l'objet d'OPA et d'autres non, d'autre part.**

**Les critiques de K.G. PALEPU (1986) ne sont plus pertinentes, la comparaison avec une "population initiale", ne rendant pas compte des objectifs spécifiques de notre recherche.**

En revanche, s'il s'était agi de mettre en œuvre des modèles prédictifs des OPA pour les entreprises cibles et initiatrices, les critiques de K.G. PALEPU (1986) seraient certainement plus recevables. Néanmoins, P. BARNES (1990) repousse aussi son argumentation dans cette hypothèse. Un échantillon au hasard, s'il est conforme à la réalité de la population totale observée sur un laps de temps déterminé, ne tient pas compte de la dimension temporelle, c'est-à-dire que les firmes présentes dans un échantillon au hasard classées comme témoins seront ultérieurement concernées par l'évènement étudié. En conséquence, un échantillon au hasard sous-estime la probabilité de survenance de l'objet considéré.



### **2.2.3. Les échantillons d'analyse de l'efficacité : la disparition d'entreprises des échantillons d'origine (pré-OPA) a contrarié la représentativité des résultats et la mise en œuvre des traitements.**

Les échantillons destinés aux analyses postérieures aux offres publiques d'achat et d'échange ont été constitués sur la base des échantillons utilisés lors de la première partie. Nous avons dû réduire notre analyse à la période 1970-1985 dans la mesure où nous ne disposions pas d'un recul suffisant pour la période 1987-1990 (les dernières données comptables disponibles concernent l'année 1991). Cependant, ils ne sont pas identiques, **certaines entreprises ayant disparu des échantillons.**

En effet, l'objectif initial de notre étude supposait une mesure des indicateurs comptables et financiers pendant les cinq années suivant l'opération, or, un retrait de la cote est intervenu pendant cet intervalle pour plusieurs entreprises. Ainsi, un an après l'opération, certaines ne pouvaient déjà plus faire l'objet d'une analyse et leur nombre s'est accru au fur et à mesure du temps. **C'est pourquoi les échantillons comptent un nombre décroissant d'entreprises.** La disponibilité des données au moins pendant deux années après l'opération a été choisie comme critère de sélection impératif.

Les raisons de ces dispositions pour les entreprises cibles sont multiples et non exclusives les unes des autres :

- Le retrait "immédiat" de la cote suite à une offre publique d'achat ou d'échange destinée à la fermeture du capital d'une filiale ;
- Le rapatriement plus aisé des bénéficiaires afin d'épauler la maison mère pour des raisons fiscales (notamment en l'absence d'intégration fiscale) ;
- La volonté de masquer les déficits de l'entreprise cible et l'échec éventuel de l'opération de rachat ;
- La décision de désintéresser les actionnaires minoritaires avant d'entreprendre des actions de restructuration et d'investir les sommes nécessaires ;
- La volonté de ne pas faire l'objet d'une cotation boursière afin de ne pas satisfaire aux obligations légales de publicité ("Vivons heureux, vivons caché") ;

— La nécessité d'intégrer rapidement l'entreprise rachetée afin de faciliter les synergies à l'intérieur du groupe. La survivance d'entités administratives séparées pouvant être considérée comme un frein à l'achèvement de l'intégration.

Ainsi, même si les échantillons pourraient être considérés comme représentatifs compte-tenu de pourcentages d'opérations comptabilisées par rapport à la population de 35,1 % et 45,7 %, on devra assortir nos conclusions de réserves, la sortie des échantillons ne relevant pas du hasard sans que l'on puisse attribuer leur origine à telle ou telle motivation précise.

De plus, certaines entreprises cibles, tout en demeurant cotées en bourse, ont parfois été transformées en sociétés holding sans que l'on ne dispose de données consolidées ; la non-homogénéité des données relevées nous a interdit de les conserver dans nos échantillons.

De la même façon, c'est cette dernière explication qui motive la sortie de nos échantillons d'entreprises initiatrices dans des proportions plus faibles.

Les tableaux n° 31 et 32 présentent la composition annuelle et la comparaison avec leurs populations d'origine pour les entreprises cibles et initiatrices des échantillons destinés à l'analyse de la performance et de l'efficacité des OPA/E pour la période 1970-1985. L'analyse pour les entreprises initiatrices n'a pu être menée que pour la période 1970-1980.

TABLEAU n° 31 : LA COMPOSITION ANNUELLE DE L'ECHANTILLON  
DES ENTREPRISES INITIATRICES (1970-1980) PAR  
RAPPORT A LA POPULATION TOTALE<sup>(15)</sup>

ANNEE	NOMBRE TOTAL D'OPERATIONS	NOMBRE D'OPERATIONS OBSERVEES	NOMBRE D'OPERATIONS OBSERVEES (en % de la population étudiée)	NOMBRE D'OPERATIONS OBSERVEES PAR RAPPORT A L'ECHANTILLON PRE-OPA (en %)
70	4	1	25,0%	100%
71	3	1	33,3%	100%
72	8	2	25,0%	100%
73	4	1	25,0%	50%
74	5	1	20,0%	100%
75	5	1	20,0%	100%
76	6	1	16,7%	50%
77	6	4	66,7%	80%
78	7	3	42,9%	75%
79	5	2	40,0%	67%
80	4	3	75,0%	75%
<b>TOTAL</b>	<b>57</b>	<b>20</b>	<b>35,1%</b>	<b>77%</b>

(15) A titre de comparaison, on peut se reporter au tableau n° 25 qui reprend la composition de l'échantillon pré-OPA

TABLEAU n° 32 : LA COMPOSITION ANNUELLE DE L'ECHANTILLON DES ENTREPRISES CIBLES (1970-1985) PAR RAPPORT A LA POPULATION TOTALE<sup>(16)</sup>

ANNEE	NOMBRE TOTAL D'OPERATIONS	NOMBRE D'OPERATIONS OBSERVEES	NOMBRE D'OPERATIONS OBSERVEES (en % de la population étudiée)	NOMBRE D'OPERATIONS OBSERVEES PAR RAPPORT A L'ECHANTILLON PRE-OPA (en %)
1970	6	3	50,0%	75%
1971	7	3	42,9%	100%
1972	9	4	44,4%	57%
1973	5	2	40,0%	67%
1974	9	5	55,6%	100%
1975	12	6	50,0%	60%
1976	10	3	30,0%	30%
1977	10	4	40,0%	57%
1978	6	3	50,0%	75%
1979	4	3	75,0%	100%
1980	7	4	57,1%	67%
1981	2	1	50,0%	100%
1982	2	0	0,0%	0%
1983	2	0	0,0%	0%
1984	0	0	—	—
1985	3	2	66,6%	67%
<b>TOTAL</b>	<b>94</b>	<b>43</b>	<b>45,7%</b>	<b>63%</b>

(16) A titre de comparaison, on peut se reporter au tableau n° 27 qui reprend la composition de l'échantillon pré-OPA.

En dépit du retrait des entreprises déjà évoqué, les échantillons des entreprises initiatrices et cibles comprennent respectivement 35,1 % et 45,7 % des populations étudiées et 77 % et 63 % des échantillons pré-OPA.

Par ailleurs, une mesure de l'efficacité des OPA/E par rapport aux motivations explicites a été réalisée à l'aide des indicateurs comptables en croisant l'échantillon post-OPA des entreprises cibles pour la période 1970-1985 et celui utilisé pour l'analyse des motivations générales explicites. Ce croisement permet de mesurer pour les entreprises cibles, l'efficacité des motivations générales explicites à l'instar des raisons spécifiques implicites. Seules deux classes des motivations générales explicites générales ont pu faire l'objet d'une analyse pour un total de 21 entreprises.

Enfin, deux analyses qui avaient été envisagées n'ont pu faire l'objet d'un traitement compte-tenu d'effectifs trop faibles pour les échantillons concernés :

- L'analyse de l'efficacité des OPA/E pour les entreprises initiatrices en fonction des motivations générales explicites exprimées à l'origine ;
- L'analyse de l'efficacité des OPA/E pour les entreprises initiatrices en fonction des motivations spécifiques implicites décelées.

**La comparaison des différents échantillons et l'analyse de leur constitution soulignent la recherche d'une représentativité maximale sur une période de temps très étendue : 1970-1990.**

### **2.3. LES VARIABLES UTILISEES : DES REPNSES AUX EXIGENCES DE LA DEMARCHE ADOPTEE CONTRARIEES PAR L'INSUFFISANCE DE L'INFORMATION HISTORIQUE EN FRANCE.**

Les variables utilisées pour l'analyse se scindent en deux catégories principales :

- Les données textuelles destinées à l'examen des motivations explicites (2.3.1.) ;
- Les données comptables vouées à l'étude des motivations implicites et de l'efficacité (2.3.2.).

### **2.3.1. Les données textuelles**

L'examen des données textuelles suppose tout d'abord le choix d'un support adapté aux contraintes de l'analyse.

#### **2.3.1.1. Le support de l'analyse**

Comme le souligne T. JACQUOT (1991), le choix du support d'analyse doit répondre à trois exigences principales :

- *la disponibilité* : le support doit exister pour l'ensemble des entreprises composant notre échantillon et ne pas présenter de difficultés majeures pour sa collecte (qui serait signe de confidentialité) ;

- *la représentativité* : le support doit être l'expression des entreprises étudiées ;

- *l'homogénéité* : le corpus sur lequel portera l'analyse doit être composé de documents écrits suffisamment formels et homogènes. Il doit être exploitable par l'analyste et la technique d'investigation privilégiée, c'est-à-dire contenir effectivement les données que l'on veut observer et mesurer.

Si l'on essaie de confronter les données de J.C. SCHNEIDER et R.L.M. DUNBAR (1987), des articles issus de la presse écrite, on constate qu'elles ne satisfont pas du tout au critère de représentativité et leur homogénéité est pour le moins contestable.

Cependant, il existe un document qui répond à l'ensemble de ces exigences : **la rubrique intitulée "motifs de l'opération" de la note d'information obligatoire déposée par les initiateurs des offres publiques** :

- elle est disponible dans la mesure où sa publication revêt un caractère réglementaire ;  
- elle est représentative et son intitulé garantit l'adéquation de son objet ;  
- elle est homogène ; ainsi, elle répond à des spécifications formelles précises et permet l'utilisation d'une technique d'investigation : l'analyse lexicométrique.

La note d'information et cette rubrique ont été créées par l'additif au règlement général de la Compagnie des Agents de Change du 23.01.70. Les modifications ultérieures apportées à la réglementation des offres publiques d'achat et d'échange ont confirmé cette obligation (décisions générales de la C.O.B. des 27.02.1973 et 25.07.1978, loi du 2.11.1989 et pour la procédure proprement dite le règlement général du Conseil des Bourses de Valeurs du 28.09.1989).

Le contenu de cette rubrique est aujourd'hui défini par l'article 7 du règlement 89.07 de la COB :

*“La note doit préciser les intentions de l'initiateur pour les douze mois à venir relatives à la politique industrielle, financière et sociale des sociétés concernées ainsi qu'à la cotation des titres de la société visée.”*

Il convient de remarquer que cette note d'information, si elle s'adresse prioritairement aux actionnaires de la cible, a, en réalité, d'autres objectifs. En effet, **elle constitue un instrument de communication dont le caractère public la destine à de nombreux autres acteurs :**

- **le personnel de la société cible** dont l'avenir est étroitement lié à celui de son entreprise ;
- **le personnel de la société initiatrice** dont les perspectives peuvent être modifiées par l'offre publique ;
- **l'Etat français**, au titre de sa politique économique dont l'offre peut être l'expression mais aussi la contradiction (investissements étrangers, contrôle de la concurrence, politique industrielle, ...) ;
- **les concurrents des sociétés cibles et initiateurs**, l'offre publique pouvant modifier les conditions de la concurrence ;
- **les médias** qui répercuteront l'information auprès de l'opinion publique dont le poids peut être décisif et influencer en retour l'Etat et les actionnaires de la société cible ;
- **les autorités boursières** (la C.O.B.) qui s'assureront non pas de la véracité, difficilement appréciable, mais de la qualité des informations.

Ainsi, le caractère public garantit le sérieux et l'exhaustivité des informations contenues dans la rubrique *“motifs de l'opération”*.

#### 2.3.1.2. Les données textuelles et les retraitements pratiqués

La description des données initiales (2.3.1.2.1.) montre la nécessité de pratiquer un retraitement préliminaire avant de procéder à des traitements statistiques (2.3.1.2.2.).

#### 2.3.1.2.1. *Les données initiales*

L. LEBART et A. SALEM (1988) notent que “l’une des principales difficultés que l’on rencontre lors du traitement automatique des réponses libres, et plus généralement dans le domaine de l’étude statistique des textes, est sans doute le problème de la distinction des unités de décompte. Avant de pratiquer des comptages sur les textes, il est nécessaire de procéder à une segmentation de la chaîne textuelle en unités distinctes”. Ici, c’est le mot qui a été choisi comme forme graphique ; les textes sont alors définis comme une suite d’occurrences où le nombre total d’occurrences d’un texte est sa taille ou sa longueur et l’ensemble de ses formes constitue son vocabulaire. Les textes étudiés sont de longueurs variables, 381 mots en moyenne (l’annexe n° 1 reprend les correspondances entre les opérations et leurs identificateurs informatiques). **L’ensemble des textes comptent 81 140 occurrences pour 8 082 formes (mots) distincts qui constituent le dictionnaire de base.**

T. JACQUOT (1991) souligne que l’ordre des formes graphiques dans les textes n’est pas pris en compte : chaque texte est un “sac de mots” dont, seul, le profil de fréquence est exploité.

Le dictionnaire tel qu’il apparaît à l’issue de cette description des données initiales **n’est pas opérationnel** pour deux raisons principales :

- le nombre de formes distinctes est beaucoup trop important pour que l’on puisse espérer obtenir des résultats exploitables ;
- le dictionnaire comprend de nombreuses formes inutiles voire nuisibles à l’analyse.

C’est pourquoi il a été nécessaire de procéder à une lemmatisation des textes ainsi qu’à des simplifications.



2.3.1.2.2. *Le retraitement préliminaire des textes : la lemmatisation et la détermination définitive du thésaurus.*

**La lemmatisation consiste, avant d'entreprendre tout traitement qualitatif sur un corpus de textes, à se donner des règles d'identification permettant de regrouper dans des mêmes unités les formes graphiques qui correspondent aux différentes flexions d'un même lemme.**

Selon L. LEBART et A. SALEM (1988), pour lemmatiser le vocabulaire d'un texte écrit en français, on ramène en général :

- les formes verbales à l'infinitif ;
- les substantifs au singulier ;
- les adjectifs au masculin singulier ;
- les formes élidées à la forme sans élision.

On doit noter que, si cette pratique est répandue, elle pose néanmoins des problèmes dans la mesure où de nombreuses ambiguïtés peuvent être soulevées. Ainsi, des formes graphiques identiques peuvent, en fait, correspondre à des lemmes différents. Par exemple, la forme “*effet*” n'a pas le même sens lorsqu'elle est utilisée dans la locution “*en effet*” et sous la forme substantive “*l'effet de...*”. Seule l'étude du contexte est en mesure de trancher en sachant qu'une exactitude complète n'est pas du domaine du possible. Aussi, une étude attentive et répétée des textes a-t-elle été nécessaire pour procéder à leur lemmatisation.

L'opérationnalisation a nécessité des **traitements complémentaires** à la lemmatisation :

— *La saisie initiale a supprimé les accents et les lettres capitales ;*

— *La suppression des mots usuels* : “l'élimination des mots très usuels dès la constitution du dictionnaire a essentiellement pour but de diminuer le volume du fichier associé au corpus retranscrit, ainsi que les temps de lecture de ce fichier. Ces mots sont, en effet, des mots de liaison ayant peu d'intérêt pour la recherche : articles, prépositions, conjonctions principalement” (M. REINERT, 1986).

— *Les regroupements synonymiques* : toujours dans le but de simplifier le corpus et de faciliter le traitement et les interprétations ultérieures des regroupements synonymiques ont été réalisés. Par exemple, les formes “succès” et “réussite” ont été réunies ou encore “magasin”, “supermarché” et “hypermarché”. Ce traitement a été effectué forme par forme dans chacun des textes afin de ne pas procéder à des regroupements abusifs. Ils ne s'apparentent pas à une approche thématique dans la mesure où il ne s'agit pas d'un dictionnaire établi a priori sur la base de postulats théoriques et s'appliquant à des formes dépassant le mot (par exemple, la phrase, voire le texte).

— *Le codage des noms propres* : les noms propres ont été codés afin d'homogénéiser les différents textes<sup>(17)</sup> (voir annexe n° 3).

En dépit de l'attention portée à ces retraitements, il est vraisemblable que quelques retraitements n'ont pas répondu aux exigences envisagées plus haut ; cependant, ils peuvent être considérés comme marginaux. Le tableau n° 33 illustre la méthodologie de retraitement des textes en présentant successivement le texte original et le texte retraité pour l'opération Grand Metropolitan / Martell.

Après l'ensemble de ces retraitements, 32 712 occurrences ont été retenues pour 3 357 mots distincts qui constituent le dictionnaire intermédiaire. L'annexe n° 4 reprend la description statistique des textes après ces retraitements.

Une analyse statistique réalisée à partir de 3 357 mots distincts ne peut produire des résultats opérationnels compte-tenu de l'ampleur du corpus. C'est pourquoi il a été nécessaire, comme le recommande J.P. BENZECRI (1985) d'imposer un **seuil de fréquence minimal** suffisamment élevé. Dans cette optique, la pertinence d'une forme se reconnaît alors à sa fréquence. Dans le cas présent n'ont été retenues que les formes présentant plus de 50 occurrences.

---

(17)L'ensemble de ces retraitements très dispendieux en temps et en énergie ont été réalisés à partir du logiciel de traitement de texte EMACS sous UNIX au Center Inter Régional Informatique de Lorraine (C.I.R.I.L.) sur H.P. (gros système).

**TABLEAU n° 33 : LA METHODOLOGIE DE RETRAITEMENT D'UN TEXTE ILLUSTRÉE PAR L'EXEMPLE DE L'OFFRE GRAND METROPOLITAN SUR MARTELL EN 1988**

**TEXTE ORIGINAL**

Le groupe britannique Grand Metropolitan, par le biais de sa filiale International Distillers and Vintners Limited (IDV), a conclu le 2 Juillet 1987 des accords de distribution d'importance majeure avec Martell, portant sur les produits des deux groupes. Cet accord prévoit que Martell assurera la distribution de nombreux produits de la gamme IDV dans des zones géographiques où elle est particulièrement bien implantée et que IDV assurera grâce à la puissance de son réseau la distribution de produits Martell dans d'autres zones. Cet accord, qui prévoit que le transfert de la responsabilité de la distribution se fera au fur et à mesure de l'échéance de nombreux contrats en cours, a commencé à être exécuté de sorte que depuis le 1er Janvier 1988 Martell assure déjà la distribution des produits IDV à Singapour, en Malaisie et en Thaïlande, et IDV celle des produits Martell au Canada et en Irlande, d'autres pays devant suivre. Comme le souligne le Président de Martell dans le rapport annuel 1987 :

*"Depuis 1985, de profondes modifications d'organisation interne ont été apportées à l'«outil» commercial de la société. C'est dans cette évolution que se situe la signature d'un accord de distribution avec la société anglaise IDV, leader mondial des spiritueux.*

*En effet, face à la concentration mondiale des marques de spiritueux et de leur distribution, l'indépendance de Martell ne devait pas se transformer en isolement sur le plan commercial. La constitution d'un réseau commercial commun avec des produits complémentaires devenait un objectif prioritaire.*

*Grâce à l'accord avec IDV, notre groupe se donne des moyens de répondre pleinement à cette nécessité mondiale. De plus, cela permettra de réaliser à temps l'harmonisation qu'impose la perspective du marché unique européen de 1992.*"

Afin de conforter la solidité de l'accord commercial, le Groupe Grand Metropolitan avait acquis en Juillet 1987, en accord avec Martell, une participation de 10 % du capital de Martell, contribuant ainsi à créer un contrôle stable aux côtés du Groupe familial qui possède environ 40% du capital.

L'annonce, le 16 Décembre 1987, d'un accord qui serait intervenu entre la famille Martell et le Groupe canadien Seagram sur la cession d'environ 40 % du capital a conduit Grand Metropolitan PLC à souhaiter acquérir la majorité du capital de Martell, prolongeant ainsi sa volonté d'assurer le développement de Martell et de garantir sa spécificité dans le cadre d'une coopération au sein d'un groupe leader à l'échelle internationale.

Dans cet esprit et conformément à ses pratiques, le Groupe Grand Metropolitan veillera — notamment par le maintien de la famille dans la Direction de Martell — à maintenir les traditions propres au groupe Martell qui ont contribué à lui conférer l'image de prestige, de performance et de qualité que la famille Martell lui a assurée tout au long de son histoire.

**TEXTE RETRAITE (18)**

Britannique initx, biais filiale  
 filix, conclure accord distribution important  
 majeur visex, porter produits, accord prévoir  
 visex assurer distribution produits gamme filix  
 zone géographique implantation filix assurer  
 puissance réseau distribution produits visex zone.  
 accord, prévoir transfert responsabilité  
 distribution échéance contrat, commencer  
 exécuter visex assurer distribution produits filix  
 singapour, malaisie, thaïlande filix produits visex  
 canada irlande pays devant suivre, souligner  
 dirigeants visex rapport annuel : modification  
 organisation interne apport outil commercial.  
 évolution situer signature accord distribution  
 anglais filix, leader international spiritueux.  
 Regroupement international marque spiritueux  
 distribution, autonomie visex transformation  
 isolement plan commercial. Constituer réseau  
 commercial commun produits complémentaire  
 avenir objectif prioritaire.  
 accord filix, donner moyen répondre nécessité  
 international, possibilité réalisation temps  
 harmonisation imposer perspective marché  
 unique europe, conforter solidité accord  
 commercial, initx acquisition, accord visex,  
 participation capital visex, contribuer créer  
 contrôle stable famille propriétaire capital.  
 annonce, accord intervention famille visex  
 canadien initx cession capital conduire initx  
 intention acquisition majorité capital visex,  
 prolonger volonté assurer développement  
 visex garantir spécificité coopération leader  
 échelle international.  
 esprit conformément pratique, initx veiller  
 maintien famille direction visex, maintien tradition  
 propre visex contribuer conférer image,  
 performance qualité famille visex assurer histoire.

**(18) Les formes initx, filix, visex, initz, correspondent au codage des noms propres dont une description complète est disponible en annexe n° 3.**

Par ailleurs, on s'est assuré que l'ensemble des formes retenues étaient "*porteuses de sens*", c'est-à-dire qu'elles contenaient de l'information et qu'ainsi elles pourraient être utiles à notre analyse. Cette sélection s'est voulue non déterministe, l'information véhiculée n'a pas été sélectionnée en fonction de nos objectifs afin de ne pas affecter la logique empirico-inductive de cette étude.

En définitive, ont été retenues et soumises à l'analyse statistique 123 formes lexicales distinctes (sur les 8 082 initiales) soit 1,5 % du vocabulaire initial, pour 17 730 occurrences (sur les 81 140 initiales), soit 21,9 % des mots présents dans les textes initiaux. Le tableau n° 34 reprend sous forme d'un encadré technique la description statistique détaillée des textes ainsi que la liste des formes sélectionnées et le nombre d'occurrences leur correspondant.

TABLEAU n° 34 : LA DESCRIPTION STATISTIQUE DES TEXTES ET LA LISTE  
DES 123 FORMES SELECTIONNEES

## 1. LA DESCRIPTION STATISTIQUE DES TEXTES APRES L'ENSEMBLE DES RETRAITEMENTS.

*Cette description est articulée autour de deux démarches :*

— *une présentation des caractéristiques des textes en fonction du total des occurrences dans chaque texte ;*

— *une présentation des caractéristiques des textes en fonction du nombre de mots distincts présents dans chacun des textes.*

### 1.1. La description statistique des textes en fonction du total des occurrences

- Le nombre d'occurrences moyen par texte est de 83 avec une assez forte dispersion (écart type de 48 occurrences) ;

- Cette dispersion peut être illustrée par les textes les plus excentrés avec une amplitude de 277 occurrences :

- \* note d'information de l'OPE BUE/LLYOD CONTINENTAL (1977) :

- 13 occurrences

- \* note d'information de l'OPA VALIO/EBF (1988) : 290 occurrences

- Cette dispersion est plutôt le fait de quelques textes très longs comme l'indiquent les quartiles :

- \* premier quartile : 48 occurrences

- \* deuxième quartile : 74 occurrences

- \* troisième quartile : 106 occurrences

### 1.2. La description statistique des textes en fonction du nombre de mots distincts.

- En terme de mots distincts, la dispersion est beaucoup moins forte (écart type de 14 formes pour une moyenne de 41 formes distinctes).

- Les textes les plus excentrés sont identiques mais avec une amplitude beaucoup plus faible de 72 formes distinctes.

- Les quartiles montrent, de la même façon, une diminution de la dispersion :

- \* premier quartile : 30 formes distinctes

- \* deuxième quartile : 40 formes distinctes

- \* troisième quartile : 50 formes distinctes

- **Ces éléments indiquent une homogénéité de la taille des textes beaucoup plus importante que celle que l'on pourrait envisager dans un premier temps.**

**2. LA LISTE DES 123 FORMES SELECTIONNEES PAR NOMBRES D'OCCURRENCES DECREISSANTS :**

<b>MOTS EMPLOYES OCCURRENCES</b>		<b>MOTS EMPLOYES OCCURRENCES</b>	
visex	1362	dividende	93
initx	1118	fusion	91
action	518	actuel	89
developpement	419	interet	88
possibilite	419	poursuite	87
activite	406	commun	85
actionnaire	353	immobilier	85
filix	310	equipement	84
france	306	proposer	84
marche	298	raison	82
capital	251	assurance	81
international	249	condition	81
performance	244	exploitation	80
industrie	227	position	80
pouvoir	220	disposition	79
regroupement	219	accord	79
financement	215	implantation	76
merex	207	actif	75
avenir	207	concerner	75
nouveau	203	concurrence	75
participation	202	plan	75
filiale	201	synergie	75
proprietaire	197	present	74
acquisition	196	vente	74
important	190	restructuration	73
filia	186	cotation	72
tierx	171	diversification	71
objectif	167	opa	70
domaine	167	majorite	69
secteur	162	fabrication	69
intention	161	beneficier	67
entreprise	155	succes	67
operation	151	propre	66
controle	150	prix	66
ensemble	149	echange	66
commercial	147	valeur	66
constituer	146	economie	65
politique	145	place	65
necessite	142	situation	64
europe	142	decision	64
produits	138	cession	63
leader	135	presenter	61
apport	133	holding	60
augmentation	130	bourse	60
gestion	128	region	60
realisation	126	conseiladministration	59
assurer	125	existence	59
moyen	123	specialisation	59
personnel	118	strategie	59
offre	113	offrir	59
investissement	109	ope	59
reseau	105	complementaire	58
distribution	104	dirigeants	58
magasin	104	dimension	57
maintien	102	perspective	55
production	99	conserver	55
renforcement	99	base	54
technologie	96	meilleur	53
structure	95	exercer	52
chiffreaffaires	95	minoritaire	52
envisager	94	recherche	51

## 2.3.2. Les données comptables

Les limites inhérentes aux données comptables et l'insuffisance de l'information historique en France ont contrarié l'analyse des entreprises dans le cadre d'une conception interprétative ouverte.

### 2.3.2.1. Les limites des données comptables

Comme le souligne B. GRAND (1990), l'utilisation de données comptables permet de disposer de données quantitatives homogènes et vérifiées. Néanmoins, les données comptables ne sont pas la panacée. Issues d'un cadre législatif précis, elles possèdent des limites :

— **Elles sont partielles** : Dans l'hypothèse de comptes non consolidés, elles ne fournissent qu'une vue réductrice de la situation des entreprises. Elles ne s'intéressent qu'aux aspects financiers des entreprises. **Ainsi, les facteurs humains, les anticipations des dirigeants ne sont pas pris en compte alors qu'ils affectent certainement lourdement la décision d'OPA.** Nous n'avons malheureusement pas pu avoir accès à ces informations tels que l'effectif salarié, le turnover des dirigeants, le style de management, la position concurrentielle,..., **ce qui limite le champ de notre recherche** ;

— **Elles sont parfois "biaisées"** : Plusieurs éléments concourent à fausser les données comptables :

- L'inflation : pour éviter ce biais, notre analyse portant sur la période 1970-1990, nous avons procédé à une déflation lorsque cela était nécessaire, les indicateurs présentés sous la forme de ratios étant automatiquement déflatés ;

- La non stabilité temporelle : la capacité de généralisation de nos investigations est liée à une hypothèse de stabilité au cours du temps. Or, de nombreux points contredisent cette hypothèse : inflation (déjà évoquée), évolutions technologiques, cycles sectoriels, attitudes des initiateurs. P. BARNES (1990) propose de pondérer les données comptables par leurs valeurs sectorielles correspondantes pour résoudre ce problème.

**Pour notre part, nous avons adopté, lorsque cela était possible, la technique du pairage qui produit les mêmes effets.** En l'absence du pairage, nos conclusions devront être nuancées par cette critique majeure.

— Elles ne fournissent qu'une description du passé : les comptes des sociétés sont arrêtés annuellement, voire semestriellement ou trimestriellement, et décrivent les opérations des entreprises pour la période achevée contrairement aux cours boursiers qui sont sensés intégrer les anticipations des investisseurs sur le devenir des entreprises. **L'examen de 11 années successives dans notre étude nous permet d'éviter ce biais ;**

— les ratios présentent des distributions non gaussiennes : les distributions des ratios présentent la plupart du temps un profil non-gaussien comme nous avons pu le constater lors de nos propres investigations, ce qui limite les choix méthodologiques. **En conséquence, nous avons adapté nos investigations par le choix d'outils statistiques appropriés : test de WILCOXON, MANN & WHITNEY, régression LOGIT, ...**

#### 2.3.2.2. L'insuffisance de l'information historique sur les entreprises en France.

La mise en œuvre opérationnelle de cette recherche a nécessité le recours à des données issues des documents comptables des entreprises concernées. Compte-tenu de la période étudiée (1970-1990) et du nombre d'entreprises intéressées, nous avons recherché **une source susceptible de répondre à nos attentes en termes d'exhaustivité et d'homogénéité. Cette "quête" s'est malheureusement apparentée à celle du Saint Graal.** En effet, qu'il s'agisse d'organismes privés spécialisés ou d'organismes publics, aucun ne s'est véritablement avéré en mesure de satisfaire notre demande.

Ainsi,

— La DAFSA ne dispose pas d'archives historiques ou ne souhaite pas les communiquer ;

— Les Centrales de bilans de la Banque de France et du Crédit National ont refusé de communiquer les données en invoquant leur devoir de confidentialité dont on peut remarquer qu'il ne joue pas lorsqu'il s'agit des recherches de ces organismes ;

— La Bibliothèque Universitaire de l'Université de Paris IX Dauphine dispose de fiches DAFSA sans avoir assuré un suivi de la collection dans le temps ;

— La base de données DIANE de la SCRL est trop récente (1987) et ne propose pas de données consolidées. Cette remarque s'applique de la même façon aux services d'informations financières sur Minitel tel INFOGREFFE ;



— La Bibliothèque du Centre Beaubourg détruit sa collection des fiches DAFSA d'une année sur l'autre ;

— La Bourse de Paris a fermé récemment son centre de documentation ;

— La Bibliothèque de la Chambre de Commerce et d'Industrie de Paris détient une collection de fiches DAFSA mais le mode de consultation proposé est totalement incompatible avec l'ampleur de la recherche : prêt de chaque fiche annuelle à l'unité avec une consultation autorisée uniquement l'après-midi ;

- Les banques privées contactées détruisent régulièrement ce type de données...

Ces différents exemples (non exhaustifs) traduisent bien, chacun à leur façon, le manque de réflexion historique sur les entreprises.

On peut ainsi s'interroger sur l'incapacité des bibliothèques universitaires ou assimilées à constituer des archives historiques soit par absence de suivi ou encore, plus généralement, par l'inexistence de cette préoccupation.

Pourtant, l'une des missions de la recherche en gestion n'est-elle pas justement de prendre du recul par rapport à l'information immédiate afin de remplir son rôle social ? En effet, les entreprises sont amenées à prendre des décisions dans l'urgence et sont souvent dans l'incapacité, non seulement de comprendre les ressorts de leurs échecs et de leurs réussites, mais surtout, d'imaginer les conditions de leur reproduction en l'absence d'une vision globale des phénomènes. La recherche en gestion peut et doit remplir cette fonction. Mais, cela ne sera possible que s'il existe des bases de données historiques, notamment comptables, accessibles aux chercheurs en gestion dans des conditions matérielles et financières acceptables.

En définitive, cette recherche a été réalisée à partir de la **collection annuelle du Dictionnaire des sociétés cotées de la Cote Desfossées disponible auprès de l'Institut d'Histoire Economique et Sociale de l'Université de Paris I dirigé par le professeur J. MARSEILLE** dont l'existence est due à un accord entre ce centre de recherche et la Cote Desfossées qui ne dispose pas elle-même de cet historique.

En l'absence d'une possibilité de prêt, nous avons procédé à un premier report manuscrit des données, pratiqué de nombreux retraitements manuels, puis constitué plusieurs bases de données informatiques adaptées aux traitements envisagés.

Nous tenons, ici, à souligner le caractère fastidieux et le temps nécessaire à cette démarche ; ainsi, le simple report manuscrit a duré plus d'un mois à temps complet au total et nécessité de nombreux déplacements à Paris.

Ces procédés contrastent singulièrement avec les moyens informatiques actuels qui permettent la construction de bases de données informatisées mises à la disposition des chercheurs. Ils contrastent aussi avec la sophistication des techniques statistiques mises en œuvre dans cette recherche.

Cette source nous a permis de mener à bien cette étude sans, pour autant, satisfaire l'ensemble des espérances initiales en raison de certaines insuffisances<sup>(19)</sup>.

### 2.3.2.3. Les variables : une caractérisation des entreprises et des opérations dans le cadre d'une conception interprétative ouverte.

La composition des échantillons a fortement été influencée par la nature des données à notre disposition comme nous l'avons constaté et celles-ci sont différentes selon les périodes étudiées : 1970-1985 et 1987-1990.

#### 2.3.2.3.1. *Les variables de l'analyse pour la période 1970-1985*

L'analyse a été menée à partir de deux catégories d'indicateurs : les indicateurs de premier ordre (les données comptables) et de second ordre (les caractéristiques des offres publiques).

#### A. LES INDICATEURS DE PREMIER ORDRE

Les indicateurs de premier ordre, au nombre de 7, sont issus des documents comptables des entreprises intéressées avec une présentation sous forme de ratios pour cinq d'entre eux. Ils constituent la matière première des traitements pratiqués. **Ce sont leurs variations pendant les années précédant les offres publiques d'achat et d'échange qui permettront d'en apprécier les raisons et motivations en premier lieu.** Chacun de ces indicateurs est destiné à expliquer la survenance des offres publiques d'achat et d'échange sans pour autant que nous désignons, a priori, la nature et le sens de leur impact, ceci pour deux raisons :

---

(19) Notamment, la non homogénéité des données comptables, consolidées/non consolidées, sur l'ensemble de la période étudiée, 1970-1990, qui nous a conduit à scinder en deux notre période d'opération : 1970-1985 et 1987-1990.

— *le respect de la problématique empirico-inductive adoptée* : la définition d'un ou de plusieurs objectifs assignés à chaque indicateur contraint l'analyse même si l'on peut objecter que leur choix n'est pas sans conséquence. Cependant, cette problématique nous permet de limiter le biais de l'observation et les éléments théoriques seront, bien entendu, utilisés en aval en tant qu'aide à l'interprétation ;

— *l'interaction entre les indicateurs* : l'interprétation des résultats dans le cadre d'une optique univariée détruit de l'information et fait l'impasse sur les interactions entre chacune des variables. Ainsi, l'analyse d'une variable pourra donner lieu à des conclusions différentes, en dépit d'une évolution univariée similaire, et, ceci, compte-tenu d'environnements différents.

Chacun des sept indicateurs a été mesuré annuellement de 5 ans avant à 5 ans après l'offre publique d'achat ou d'échange . Les offres publiques ne sont pas nécessairement motivées par des considérations à court terme. Les éléments qui ont conduit à la décision qu'ils soient liés aux entreprises initiatrices ou cibles peuvent être le fait d'une lente évolution dont une période d'analyse restreinte ne serait pas en mesure de rendre compte. **Au contraire, le choix d'une période de temps étendue, les 5 années précédant l'opération, autorise la mise en évidence d'évolutions à court et long termes.**

De la même façon, les effets des offres publiques d'achat et d'échange ne sont pas nécessairement immédiats. Les problèmes liés à l'intégration de l'entreprise cible peuvent retarder les effets, les synergies envisagées ne se réalisant pas de façon automatique et rapide. **C'est pourquoi le choix d'une longue période d'observation, les 5 années suivant l'opération, permet de prendre la pleine mesure de l'efficacité des offres publiques.**

Les indicateurs illustrent les caractéristiques correspondantes des entreprises<sup>(20)</sup>:

— **La croissance : chiffre d'affaires déflaté.** C'est un indicateur de l'activité réelle de l'entreprise et sa variation dans le temps qualifie sa croissance (ou décroissance). Compte-tenu de la période étudiée, 1970-1985, et des forts taux d'inflation constatés pendant ce laps de temps, il a été nécessaire de procéder à une déflation afin d'obtenir des données homogènes<sup>(21)</sup>.

---

(20) La définition des indicateurs est très largement inspirée de l'ouvrage de Gestion Financière de B. COLASSE (1993). Leur choix et leur nombre a été contraint par la source dont nous disposons (Annuaire DESFOSSEES).

(21) Le total de l'Actif a lui aussi été déflaté pour les mêmes raisons. Cette procédure n'est pas nécessaire pour les ratios dont la nature induit une déflation automatique.

— **La taille : logarithme actif total déflaté.** L'actif total est représentatif de la taille de l'entreprise dans la mesure où il comprend l'ensemble des biens qui concourent aux activités industrielles et commerciales de l'entreprise. La transformation logarithme est destinée à faciliter l'analyse statistique car la distribution de la variable est alors plus susceptible de suivre une loi normale.

— **L'activité : chiffre d'affaires / Actif total.** Ce ratio définit la rotation de l'actif soit l'intensité de l'utilisation des ressources de l'entreprise.

— **La performance économique : Résultat net / Chiffre d'affaires.** C'est le ratio de marge nette, il exprime en quelque sorte une productivité par rapport au chiffre d'affaires, c'est-à-dire l'efficacité industrielle et/ou commerciale de l'entreprise. Il souffre de l'utilisation du résultat net comptable, plutôt que du résultat d'exploitation non disponible, fortement influencé par la politique fiscale, en général, de l'entreprise, en particulier, et de l'intégration des éléments exceptionnels ce qui introduit une distorsion. En complément de la rotation de l'actif, il permet de qualifier la rentabilité d'exploitation ( $\text{Résultat net} / \text{Actif total} = (\text{Résultat net} / \text{Chiffre d'affaires}) \times (\text{Chiffre d'affaires} / \text{Actif total})$ ), et d'identifier deux types de politique :

- . une politique de "*volume*" : accroissement de la rotation de l'actif par une forte croissance du chiffre d'affaires ;
- . une politique de "*marge*" : accroissement du résultat net plus rapide que celui du chiffre d'affaires.

— **La performance financière : Résultat net / Capitaux propres.** Ce ratio illustre la rentabilité financière de l'entreprise. Il s'agit d'estimer la rémunération de l'investissement que font les propriétaires de l'entreprise en lui apportant des ressources ou en laissant à sa disposition tout ou partie des bénéfices qui leur reviennent de droit. Il souffre lui aussi des travers attribués au résultat net comptable.

— **L'endettement : dettes à long et moyen terme / actif total.** Ce ratio exprime "*la part*" de l'entreprise financée par l'endettement à terme. Il aurait été préférable d'utiliser le montant total de l'endettement, malheureusement non disponible, afin d'avoir une vision plus globale de la capacité d'endettement des firmes analysées.

— **Le levier financier : dettes à long et moyen terme / capitaux propres.** Il s'agit d'une approximation de l'effet de levier financier qui tend à amplifier de façon positive (ou négative) l'écart entre rentabilité des capitaux propres et rentabilité d'exploitation (le bras du levier). Il illustre le lien entre la performance économique de l'entreprise et le montant de son endettement.

## B. LES INDICATEURS DE SECOND ORDRE

Les indicateurs de second ordre, au nombre de 7, ne sont pas destinés directement à mettre en évidence les motivations et raisons des offres publiques d'achat et d'échange, mais, à apporter un éclairage supplémentaire. Elles illustrent le rôle de 6<sup>(22)</sup> caractéristiques des opérations sur la base des indicateurs de premier ordre :

— *la nature de l'opération* : selon l'avis émis par la direction de la société cible, l'opération peut être considérée comme hostile ou amicale, soit 2 modalités :

- . hostile
- . amicale

— *l'aspect concurrentiel* : la présence ou l'absence d'offres concurrentes permet de déterminer 2 modalités :

- . il existe des offres concurrentes
- . il n'existe pas d'offres concurrentes

— *le mode de paiement* : distingue les offres publiques d'achat et les offres publiques d'échange. Les offres publiques d'achat et/ou d'échange ont été assimilées à des offres publiques d'achat.

— *la nationalité de l'initiateur* : les entreprises initiatrices ont été regroupées en deux catégories :

- . françaises
- . étrangères

— *le pourcentage du capital de l'entreprise obtenu à l'issue de l'opération par l'entreprise initiatrice*

— *la participation initiale des entreprises initiatrices* : deux indicateurs complémentaires ont été utilisés :

- . la participation détenue par l'entreprise initiatrice au début de l'opération,
- . la même participation selon qu'elle est supérieure ou inférieure à 50 %.

---

(22) et non 7. Deux variables illustrent la même caractéristique des opérations : la participation initiale des entreprises initiatrices.

Ces éléments ont été recensés à partir de plusieurs sources :

- les notes d'information et les réponses des dirigeants à ces mêmes notes ;
- la collection des années boursières 1970 à 1987 ;
- les statistiques annuelles des bourses françaises de valeur 1988 à 1990 ;
- les rapports de la COB 1970 à 1990.

Cependant, l'ensemble des indicateurs de second ordre n'ont pas fait l'objet d'un traitement systématique pour chacun des échantillons, notamment pour les indicateurs binaires lorsque les effectifs de l'une des catégories n'étaient pas suffisantes pour porter un jugement représentatif, ou, pour la nationalité de l'initiateur dans le cas des échantillons d'entreprises initiatrices où les étrangères sont absentes.

#### 2.3.2.3.2. *Les variables de l'analyse pour la période 1987-1990*

Le choix et l'interprétation des variables pour la période 1987-1990 s'inscrit dans une problématique identique à la période précédente. Cependant, la disponibilité de comptes consolidés assez détaillés a permis de procéder à des investigations beaucoup plus précises des caractéristiques des entreprises mais, néanmoins, plus limitée dans le temps dans la mesure où les indicateurs de premier ordre n'ont pu être mesurés que de 3 ans à 1 an avant l'opération. Ainsi, si les indicateurs de second ordre sont identiques, on compte 12 indicateurs de premier ordre classés en 10 items<sup>(23)</sup> :

— *La croissance : chiffre d'affaires*<sup>(24)</sup>

— *La taille : logarithme actif total*

— *L'activité : chiffre d'affaires / Actif total*

#### — **Les caractéristiques de l'exploitation**

- **Charges de personnel / Valeur ajoutée** : ce ratio est destiné à cerner un des éléments majeurs de l'exploitation, les charges de personnel. Il exprime la part de la valeur ajoutée consacrée à celle-ci. Il est très sensible aux caractéristiques sectorielles et c'est plus son évolution et sa comparaison avec les entreprises appartenant au même secteur (pairage) qui nous intéressera ;

---

(23) Les indicateurs en italique sont identiques à ceux utilisés pour la période 1970-1975.

(24) Le chiffre d'affaires comme le total de l'Actif n'ont pas été déflatés pour la période 1987-1990, en raison de la faible ampleur de la période d'observation, 4 ans, et des taux d'inflation peu importants constatés.

• **Besoin en fonds de roulement / Chiffre d'affaires** : A l'instar du ratio précédent, celui-ci est destiné à cerner un deuxième élément majeur de l'exploitation : le cycle d'exploitation. Il exprime son poids par rapport au chiffre d'affaires. Il est aussi très sensible aux caractéristiques sectorielles et c'est plus son évolution et sa comparaison avec les entreprises appartenant au même secteur (pairage) qui nous intéressera.

— **La performance économique.** Plutôt que le ratio utilisé précédemment (résultat net / chiffre d'affaires), nous avons préféré retenir deux ratios plus pertinents pour apprécier la marge de l'entreprise :

• **Excédent brut d'exploitation / chiffre d'affaires** : il exprime une productivité par rapport au chiffre d'affaires en se limitant strictement aux produits et charges d'exploitation ;

• **Valeur ajoutée / chiffre d'affaires** : ce ratio précise le précédent. Il est caractéristique à la fois du volume, de la nature et des modalités de l'activité de l'entreprise.

— *La performance financière : résultat net / capitaux propres.*

— *L'endettement : dettes financières / actif total.* Ce ratio exprime plus exactement la capacité d'endettement des entreprises que pour la période 1970-1985 (dettes à long et moyen terme / actif total) car il englobe l'ensemble des dettes financières.

— *Le levier financier : capitaux propres / dettes financières*

— **La politique de distribution : dividendes / résultat net** : Ce ratio est complémentaire de la performance financière et mesure la part du résultat distribué aux actionnaires, c'est un "*baromètre*" du comportement des entreprises vis-à-vis de leur actionnariat.

— **La variation des cours boursiers : le cours moyen annuel.** Il est calculé sur la base du plus haut et du plus bas de l'année<sup>(25)</sup>. Sa variation est un indicateur de l'évolution de l'évaluation boursière des entreprises.

---

(25) les cours boursiers utilisés sont ajustés en fonction des modifications intervenues sur le titre.

## 2.4. LES OUTILS STATISTIQUES : UNE VARIETE DE TRAITEMENTS ADAPTES A LA NATURE DES DONNEES ET DES ECHANTILLONS.

Le choix des outils est fondé sur la nature des données, textuelles ou comptables, et des échantillons, distribution normale ou non, dans le cadre d'une recherche d'exhaustivité et de cohérence par rapport aux objectifs et à la démarche de la recherche.

La méthodologie statistique propose de nombreuses alternatives dont plusieurs ont été envisagées sans nécessairement être retenues :

— **L'enquête par questionnaire.** Elle a été considérée avant d'être écartée comme instrument de la mise en évidence des motivations explicites. Elle présente de nombreuses limites inhérentes notamment à la subjectivité des réponses et permet rarement d'obtenir une représentativité telle que celle que nous avons enregistrée. Dans le cas de notre recherche, elle dégrade la qualité des résultats dans la mesure où elle est réalisée postérieurement aux offres publiques (parfois plus de 20 ans après) et pose deux types de problèmes :

- La dilution de la mémoire et la disparition (non nécessairement physique) des intervenants concernés dans les entreprises étudiées ;
- La reconstruction a posteriori des motivations en fonction des résultats effectifs obtenus.

— **La statistique exploratoire.** Son but est de synthétiser, résumer, structurer l'information continue dans ses données (statistique descriptive) ainsi que de mettre en évidence des propriétés de l'échantillon et de suggérer des hypothèses (statistique exploratoire proprement dite). Cette statistique exploratoire s'appuie essentiellement sur les techniques de l'analyse des données (Analyse en Composantes Principales, Analyse des Correspondances, ...).

Ces dernières techniques ont été utilisées pour l'analyse des motivations implicites et de l'efficacité, mais elles ne permettent pas de mettre en évidence les relations de causalité entre un phénomène qualitatif ou non et des variations explicatives (modélisation).

— **La modélisation.** Quatre méthodologies peuvent être appliquées à ce type de problématique, la régression linéaire, l'analyse discriminante, la régression PROBIT et la régression LOGIT. Nous avons choisi cette dernière pour des raisons que nous évoquerons lors de sa présentation. L'aide à la prise de décision de la modélisation, c'est-à-dire la prévision, n'a pas été retenue dans la mesure où elle ne s'inscrivait pas dans notre démarche limitée à la mise en évidence de facteurs explicatifs distinctifs.



## 2.4.1. Les méthodologies d'analyse des motivations explicites

### 2.4.1.1. L'analyse lexicométrique

L. BARDIN (1991) définit l'analyse de contenu comme : *“un ensemble de techniques d'analyse des communications visant, par des procédures systématiques et objectives de description du contenu des messages, à obtenir des indicateurs (quantitatifs ou non) permettant l'inférence de connaissances relatives aux conditions de production/réception (variables inférées) de ces messages”*.

Compte-tenu de la problématique adoptée, l'analyse des motivations explicites, on conçoit aisément que l'analyse de contenu est particulièrement adaptée à notre propos. Le support de notre analyse n'est pas non plus indifférent à ce choix méthodologique.

L'analyse de contenu passe par une analyse qualitative approfondie du corpus afin de décrypter le contenu de la rubrique *“motifs de l'opération”* et de mettre en évidence les principales motivations explicites des offres publiques. Cependant, cette phase d'analyse, si elle permet d'obtenir une vision globale du phénomène ne peut prétendre à l'exhaustivité et à l'exactitude, elle s'inscrit plutôt dans le cadre d'un traitement préalable destiné à orienter le chercheur dans ses investigations ultérieures. C'est pourquoi, *“si la méthode d'investigation demeure l'analyse de contenu, la lexicologie, étude scientifique du vocabulaire, et la statistique lexicale, application des méthodes statistiques à la description du vocabulaire, sont d'une grande utilité”* (T. JACQUOT, 1991). Ces techniques sont destinées, dans le cas présent, à faire émerger de la masse diffuse d'informations étudiées, le contenu le plus objectif et à identifier, dans ce contexte, les différentes logiques de motivation avec une exactitude et une complétude accrues.

**L. LEBART et A. SALEM (1988) regroupe sous le terme de lexicométrie les méthodes qui permettent d'opérer des réorganisations formelles de la séquence textuelle et des analyses statistiques portant sur le vocabulaire à partir d'une segmentation.**

Cette technique d'investigation a été développée par les chercheurs en linguistique principalement sur des textes religieux ou des œuvres littéraires. Elle a été popularisée par l'analyse du discours politique par des sociologues (J.M. COTTERET, 1973, J.M. COTTERET et R. MOREAU, 1969 et J.M. COTTERET, C. EMERI, J. GERSTLE & R. MOREAU, 1976) et introduite en sciences de gestion par les chercheurs en communication (A. SILEM et G. MARTINEZ, 1983)<sup>(26)</sup>.

Elle se rapproche des travaux de sémiotique<sup>(27)</sup> en marketing dont P. HETZEL et G. MARION (1993) proposent une recension très complète. Cette technique d'investigation s'apparente aussi à la scientométrie "*qui analyse l'activité scientifique comme un système d'énoncés rendant compte de raisonnements logiquement structurés et communiqués*" (M. CALLON, J.P. COURTIAL & H. PENAN, 1993) à partir de méthodes de mises en évidence de cocitations et/ou de mots associés<sup>(28)</sup>.

---

(26) Cette technique est aujourd'hui régulièrement employée à l'intérieur du laboratoire de recherche ERESTRATE (IAE NANCY) dans diverses disciplines :

- Stratégie : le discours stratégique (T. JACQUOT, thèse de sciences de gestion en cours).
- Stratégie/Finance : les stratégies d'introduction sur le second marché (J. ALLOUCHE, J. KÖHL et J. CABY).
- Gestion des Ressources Humaines : l'évolution de la pensée en ressources humaines en France (J. ALLOUCHE et G. SCHMIDT).

(27) "*Le but de la sémiotique n'est pas de déduire ce qui est réel mais ce qui est construit par le discours*" (P. HETZEL & G. MARION, 1993). Ces travaux s'intéressent particulièrement aux comportements du consommateur.

(28) Pour une présentation de cette méthode, on peut se reporter à l'ouvrage de M. CALLON, J.P. COURTIAL et H. PENAN (1993) et, à titre d'illustration aux travaux de J. IGALENS & H. PENAN (1991) sur la connaissance en Gestion des Ressources Humaines et de H. PENAN (1991) sur les stratégies technologiques.

Ces méthodes peuvent être regroupées sous trois chapitres principaux :

— Les méthodes documentaires qui opèrent une simple réorganisation des unités textuelles (formes, occurrences, etc...) ;

— Les méthodes qui opèrent pour chaque texte pris isolément des comptages et des calculs d'indices statistiques ;

— Les méthodes statistiques qui produisent des résultats portant sur le vocabulaire de chacun des textes par rapport à l'ensemble des textes réunis dans un même corpus à des fins de comparaison.

Pour ce qui concerne cette étude, ces trois chapitres seront abordés successivement avec le recours à l'ordinateur. En effet, comme l'indique L. BARDIN (1991), cette aide est recommandée lorsque :

- "L'unité d'analyse est le mot, l'indicateur est fréquentiel (occurrence des mots) ;

- L'analyse est complexe et comporte un grand nombre de variables à traiter simultanément ;

- On désire effectuer une analyse de co-occurrences (apparition de deux ou plusieurs unités d'enregistrement dans une même unité de contingence) ;

- La recherche implique plusieurs analyses successives : l'ordinateur permet de préparer les données et de les stocker pour des usages successifs ;

- L'analyse demande en fin de recherche des opérations statistiques et numériques complexes".

On constate ainsi que l'analyse des motivations explicites des offres publiques requiert l'assistance de l'informatique. Le problème des co-occurrences ne sera pas abordé ici, le logiciel retenu ne permettant pas de les traiter de manière satisfaisante compte-tenu des objectifs de l'analyse.

Le traitement assisté par informatique ne dispense pas d'un choix théorique qui s'inscrit ou non dans la problématique empirico-inductive. En effet, l'analyse peut s'inspirer de deux démarches :

- **Une démarche déductive** fondée sur un dictionnaire qui reflète les postulats théoriques du chercheur et permet de reconstruire le corpus original à partir de thèmes définis a priori ;
- **Une démarche inductive** où le corpus original est maintenu (les retraitements envisagés plus loin sont destinés à faciliter l'analyse et n'impliquent pas de déterminisme) et où les techniques d'analyse des données textuelles permettent de dégager des catégories a posteriori.

C'est cette deuxième problématique qui a été choisie par opposition à l'analyse thématique. En effet, comme l'indique M. REINERT (1986), *“cette méthodologie (l'analyse thématique) est, sur le plan théorique, généralement rejetée aujourd'hui, même si, dans de nombreuses études, elle est toujours utilisée faute d'outils appropriés. Elle ne pose d'ailleurs pas seulement des problèmes théoriques, mais aussi des difficultés pratiques, les règles de décodage étant souvent difficiles à expliciter, ce qui ne facilite pas la prise de décision et occasionne une grande perte de temps tout en ne permettant pas une objectivation complète des procédures d'analyse”*. Ces remarques s'appliquent très exactement à cette recherche dans la mesure où il s'avérerait très délicat voire impossible de procéder à une interprétation initiale objective de chacun des textes en fonction d'une thématique prédéfinie et où l'on risquerait d'occulter des aspects imprévus.

**Au contraire, la seconde problématique, si elle n'évite pas les risques liés à l'interprétation, du moins les repousse-t-elle suffisamment loin dans le processus pour que le biais soit suffisamment contraint.**

Cette présentation et cette explicitation des enjeux liés à la démarche méthodologique permet ainsi de mieux comprendre le choix d'une problématique empirico-inductive dans le cas présent.

#### 2.4.1.2. La méthodologie d'analyse statistique des données textuelles

**L'analyse statistique des données textuelles impose de pratiquer de nouveaux traitements préalables afin de présenter les données sous une forme exploitable.** Ainsi, les éléments textuels ont été numérisés pour permettre l'utilisation des techniques de l'analyse de données qui s'appliquent, par essence, à des données numériques, et regroupés dans un tableau lexical. Celui-ci comprend 123 lignes (les formes/mots) et 213 colonnes (les textes) et indique les occurrences de chacune des formes pour chacun des textes. Les différentes analyses ont alors été menées sur ce tableau lexical.

La présentation de la méthodologie de l'analyse statistique des données textuelles

s'articule autour de quatre points :

- l'instrument de traitement : le logiciel SPAD.T (2.4.1.2.1.) ;
- le processus méthodologique global (2.4.1.2.2.) ;
- l'Analyse Factorielle des Correspondances (A.F.C.) (2.4.1.2.3.) ;
- l'Analyse des Correspondances Multiples (A.C.M.) (2.4.1.2.4.) ;
- la Classification Ascendante Hiérarchique (C.A.H.) et les nuées dynamiques (2.4.1.2.5.).

#### 2.4.1.2.1. *L'instrument de traitement : le logiciel SPAD.T*

Le logiciel SPAD.T version 1.1. développé par L. LEBART et A. MORINEAU au sein du C.I.S.I.A. a été utilisé sur H.P. (gros système) au C.I.R.I.L. Ce logiciel présente l'avantage d'être destiné aux chercheurs en sciences sociales et donc d'offrir des traitements adaptés à l'esprit de leur recherche. Même s'il est proposé comme un outil de traitement des questions ouvertes des questionnaires, il s'est avéré adapté au cas de textes plus étendus (T. JACQUOT, 1991, par exemple), ce qui a été confirmé par la présente étude. En revanche, le traitement offert pour les co-occurrences n'est pas satisfaisant dans ce cadre et n'a pas été utilisé, ce qui n'a pas nui à l'analyse.

Ce logiciel offre la possibilité, d'une part, de procéder à la numérisation et à la construction du tableau lexical, et, d'autre part, d'utiliser des techniques d'analyse des données textuelles : A.F.C., C.A.H., et nuées dynamiques. Néanmoins, s'il présente de nombreuses procédures, il a été nécessaire de transférer des données sur les logiciels SPAD.N. et STATISTICA voués au traitement des données numériques afin d'effectuer des investigations complémentaires, notamment la description par les variables illustratives (voir plus loin).

#### 2.4.1.2.2. *Le processus méthodologique global*

Le processus méthodologique retenu s'appuie sur celui défini par L. LEBART et A. SALEM (1988) adapté à la problématique de cette étude. Il se déroule en sept étapes successives :

1. Le choix des éléments actifs : chaque individu/texte a été considéré comme un élément actif (soit 213). D'autre part, des variables caractéristiques de l'opération proprement dite ont été introduites avec pour chacune d'entre elles plusieurs modalités (pour la présentation détaillée de ces variables, voir 2.4.1.2.5.). Afin de ne pas normer l'analyse et de ne pas interférer dans la détermination des logiques de motivation, elles ont été utilisées en tant qu'éléments illustratifs. Elles n'interviendront véritablement que pour être confrontées et enrichir les résultats de l'analyse multidimensionnelle.

2. L'analyse factorielle des correspondances simples et non multiples du fait des raisons avancées ci-dessus.

3. La partition des individus/textes issue d'une C.A.H. et des nuées dynamiques afin de dégager une typologie des **motivations explicites générales** des offres publiques. On entend, ici, par *motivation générale*, l'expression par chacune des entreprises d'une singularité attachée au caractère unique de chaque opération. La partition est alors destinée à regrouper les individus aux singularités voisines. L'interprétation de ces regroupements est réalisée à partir de deux éléments :

- le positionnement de chaque classe sur les axes de l'AFC et sa significativité ;
- l'illustration de chacune des classes par leurs formes/mots caractéristiques (par rapport à l'ensemble des autres classes regroupées).

4. La partition des formes/mots obtenue par la C.A.H. et les nuées dynamiques afin de mettre en évidence une typologie des **motivations explicites génériques** des offres publiques. L'objectif de ce traitement est de s'extraire du caractère contraint d'une analyse portant exclusivement sur les individus afin d'isoler et d'identifier des logiques transversales aux discours de chaque entreprise : **les logiques génériques de motivation**.

5. La description des classes de la partition des logiques génériques de motivation par des variables illustratives qui aura pour objet ici, d'une part, de vérifier la cohérence externe des résultats et, d'autre part, de décrire les caractéristiques distinctives des différentes familles de logiques génériques des offres publiques.

6. La confrontation des résultats de l'AFC et de la partition des logiques génériques de motivation dans le cadre d'un processus de validation mutuelle et de complémentarité.

7. La partition des individus/textes par rapport aux motivations génériques par l'Analyse des Correspondances Multiples (ACM), la C.A.H. et les nuées dynamiques. Cette analyse rejoint la problématique selon laquelle chaque unité de texte étudiée est l'expression d'une ou plusieurs motivations explicites des offres publiques. Autrement dit, on cherche à vérifier que les motivations générales sont le fait d'une combinaison de logiques génériques et que l'on peut distinguer des **stratégies cohérentes de motivation**. L'illustration des classes d'individus obtenues permet de mettre en évidence les combinaisons les plus fréquentes.

L'exhaustivité de cette méthodologie permet d'identifier des familles généralistes de motivations explicites des offres publiques, mais surtout, d'isoler des logiques génériques de motivation explicite combinées ou non par les entreprises dans le cadre de la singularité des opérations initiées **sous la forme de stratégies cohérentes et récurrentes**. Elle est décrite de façon plus précise par les trois points suivants.

#### 2.4.1.2.3. *L'Analyse Factorielle des Correspondances*

L'A.F.C. a été proposée en France par J.P. BENZECRI dans le but d'étudier la liaison (dite encore correspondance) entre deux variables qualitatives — comme l'indique J.M. BOUROCHE et G. SAPORTA (1987), "*par ses propriétés mathématiques et la richesse de ses interprétations, l'analyse des correspondances est devenue la méthode privilégiée de description des variables qualitatives*". Elle s'impose à l'Analyse en Composantes Principales (A.C.P.) dans la mesure où celle-ci repose essentiellement sur l'étude des corrélations ; or le coefficient de corrélation ne mesure que la forme plus ou moins linéaire de la dépendance entre deux caractères. Un coefficient de corrélation voisin de zéro ne signifie pas forcément qu'il y a indépendance, il peut exister une relation non linéaire qui, elle, sera mise en évidence par l'A.F.C.

#### 2.4.1.2.4. *L'Analyse des Correspondances Multiples*

L'A.C.M., utilisée uniquement par l'analyse combinatoire (étape n° 7), est une version plus élaborée de l'A.F.C. En effet, on ne croise plus les textes et les mots considérés comme deux variables qualitatives mais les textes et les 10 motivations génériques retenues (voir plus loin). A chaque motivation générique, deux modalités ont été associées : présence (1) ou absence (0) dans le texte. Pour ce faire, après avoir remplacé les fréquences absolues des mots dans les textes par leur présence (1) ou absence (0), il a été considéré qu'une entreprise développait telle ou telle motivation générique si l'on constatait la présence d'au moins la moitié des mots représentatifs de cette même motivation générique dans le texte.

#### 2.4.1.2.5. *La Classification Ascendante Hiérarchique et les nuées dynamiques*

L'A.F.C. et l'A.C.M. posent de nombreux problèmes compte-tenu de leur démarche fondée sur des représentations graphiques. En effet, les visualisations sont limitées à très peu de dimensions alors que les axes significatifs peuvent être au nombre de 8 ou 10 et elles peuvent inclure des centaines de points et donner lieu à des graphiques chargés et illisibles.

L'utilisation conjointe de l'A.F.C. ou de l'A.C.M. et des méthodes de classification permet de résoudre ces lacunes en procédant à des regroupements en familles homogènes. Les logiciels SPAD.T et SPAD.N proposent ainsi la C.A.H. doublée d'une méthodologie de nuées dynamiques qui conduisent à une partition. Dans un deuxième temps, on peut décrire les classes de la partition à l'aide des variables illustratives.

## A. L'IDENTIFICATION DES CLASSES

*“Les méthodes de classification ou de typologie ont pour but de regrouper les individus en un nombre restreint de classes homogènes. Il s'agit donc de décrire les données en procédant à une réduction du nombre des individus”* (J.M. BOUROCHE et G. SAPORTA, 1987). *“Procédant par pure induction, la C.A.H. constitue d'abord, à partir de l'ensemble des individus des paires de proches voisins ; puis des agrégats de plus grand effectif fondés sur la similitude, jusqu'à obtenir une structure ramifiée comprenant tout l'ensemble”* (J.P. BENZECRI, 1991). Le critère d'agrégation utilisé par le logiciel SPAD.T est le critère usuel de WARD. Puis, le logiciel permet de consolider cette partition à l'aide d'une méthode de nuées dynamiques. Cette méthode consiste à procéder à des itérations à centre mobile, en choisissant comme centres de classes initiaux, ceux déterminés par la C.A.H. Les itérations s'arrêtent lorsque l'amélioration de l'inertie intra-classe (sa diminution) n'est plus significative, c'est-à-dire lorsque l'on a optimisé l'homogénéité des classes déterminées par la C.A.H.

Cette procédure se distingue d'une méthode de nuées dynamiques classique qui opère une partition en l'absence de C.A.H., elle apparaît ici en tant qu'optimisation de la C.A.H.

La C.A.H. construit un arbre de classification hiérarchique à partir duquel on détermine le nombre “k” de classes en coupant l'arbre au niveau d'un saut important de l'indice d'agrégation. On peut ainsi espérer obtenir une partition de bonne qualité car les individus regroupés auparavant étaient proches et ceux regroupés après la coupure seront nécessairement éloignés. Néanmoins, cette procédure reste aléatoire car l'algorithme de classification hiérarchique n'a pas la propriété de donner à chaque étape une partition optimale. Malgré la relative complexité de ces procédures, on ne peut être assuré d'avoir trouvé la meilleure partition en k classes.



Cependant, la compatibilité avec les résultats de l'A.F.C ou de l'A.C.M. ainsi que la réalité interprétative des résultats, c'est-à-dire leur recevabilité, constituent des éléments forts de validation. D'autre part, l'utilisation de variables illustratives constitue non seulement une méthode de description des classes mais aussi de confirmation.

## B.LA DESCRIPTION DES CLASSES PAR LES VARIABLES ILLUSTRATIVES

Cette étape consiste après avoir déterminé des variables illustratives à décrire les classes de façon précise en comparant les pourcentages de réponses internes aux classes de pourcentages globaux puis en sélectionnant les modalités les plus caractéristiques.

### a. LES MOTIVATIONS GENERIQUES

Cinq variables illustratives caractéristiques des opérations ont été utilisées :

• *La date de l'opération* : compte-tenu des constatations pratiquées sur les "vagues" d'offres publiques en France (voir chapitre n° 2), on a distingué 3 modalités :

- 1 : 1970 - 1980
- 2 : 1981 - 1984
- 3 : 1985 - 1990

• *Le mode de paiement* : il existe 3 modes de paiement différents qui correspondent à 3 modalités :

- 1 : offre publique d'achat (OPA)
- 2 : offre publique d'échange (OPE)
- 3 : offre publique d'achat et/ou d'échange (OPA/E)

• *La nature de l'opération* : selon l'avis émis par la direction de la société cible, l'opération peut être considérée comme hostile ou amicale, soit 2 modalités :

- 1 : hostile
- 2 : amicale

• *La concrétisation de l'opération* : selon que l'opération a été considérée comme un échec ou une réussite (voir 2.1 pour les critères de distinction), on a déterminé 2 modalités :

- 1 : réussite
- 2 : échec

• *L'aspect concurrentiel* : la présence ou l'absence de plusieurs offres concurrentes permet de déterminer 3 modalités (voir 2.1 pour les critères de distinction) :

- 1 : pas d'offre concurrente
- 2 : offre initiale
- 3 : offre concurrente

L'annexe n° 2 donne par texte/opération la valeur des modalités pour chacune des variables illustratives.

Il n'a malheureusement pas été possible d'introduire des données économiques et financières caractéristiques des firmes initiatrices et cibles pour deux raisons majeures :

— La coexistence à l'intérieur de l'échantillon d'entreprises industrielles et de services qu'ils soient financiers ou non n'autorisait pas l'utilisation de données comptables.

— Dans la mesure où une note correspond parfois à plusieurs opérations, des données du type "participation détenue avant l'opération par l'entreprise initiatrice dans le capital de l'entreprise cible" ne pouvaient pas non plus être prises en compte.

La vérification de la cohérence externe des classes en sera donc limitée mais pas absente.

## b. *LES MOTIVATIONS GENERALES*

L'interprétation des motivations générales n'a pas eu recours à des variables illustratives supplémentaires. En revanche, les formes/mots ont été utilisées en tant que variables illustratives a posteriori.

## c. *L'ANALYSE COMBINATOIRE*

A l'instar des formes/mots dans le cas précédent, les logiques génériques ont été utilisées.

On peut constater que le traitement des variables lexicales s'inscrit dans la problématique empirico-inductive qui a été définie et permet de répondre à son objectif, c'est-à-dire la mise en évidence des motivations explicites des offres publiques d'achat et d'échange.

#### **2.4.2. Les méthodologies d'analyse des motivations implicites et de l'efficacité.**

L'utilisation de plusieurs techniques statistiques a été nécessaire pour répondre, d'une part, aux objectifs fixés à la recherche empirique, et, d'autre part, tenir compte des impératifs liés à la nature des données.

Dans un premier temps, les tests du  $X^2$  et de Kolmogorov-Smirnov ont été réalisés afin de vérifier l'hypothèse de normalité des distributions des variables. Il s'est avéré que la plupart des variables ne remplissaient pas cette condition, quels que soient les échantillons. Aussi, les techniques statistiques utilisées ont-elles été adaptées à cet état de fait.

On retient trois types de traitements statistiques auxquels ont été soumises les données :

- le test de comparaison de WILCOXON - MANN - WHITNEY (2.4.2.1.) ;
- la régression LOGIT (2.4.2.2.) ;
- l'analyse des données (2.4.2.3.).

##### **2.4.2.1. Le test de WILCOXON - MANN - WHITNEY**

Il s'agit d'un test non paramétrique de comparaison de deux échantillons adapté au cas de variables non gaussiennes.

Il a été utilisé :

• **pour les échantillons 1970-1985 pré-OPA d'entreprises initiatrices et cibles** afin de vérifier s'il existait une évolution dans le temps des indicateurs de premier ordre et ainsi analyser les **motivations et raisons générales** ; les comparaisons ont été réalisées sur la période, 5 ans à 1 an avant l'opération<sup>(29)</sup>.

• **pour les échantillons 1970-1985 et 1987-1990 pré-OPA d'entreprises initiatrices et cibles** sur les indicateurs de second ordre afin de vérifier si les indicateurs de premier ordre mesurés un an avant l'opération présentaient des différences selon les modalités de ces variables.

---

(29) Par exemple, 4 ans par rapport à 3 ans avant l'opération.

• **Pour les échantillons 1970-1985 post-OPA d'entreprises initiatrices et cibles** afin de vérifier s'il existait une évolution dans le temps des indicateurs de premier ordre et ainsi analyser la **performance dans l'absolu** des offres publiques d'achat et d'échange. Les comparaisons ont été réalisées sur la période 1 an avant à 5 ans après l'opération<sup>(30)</sup>.

• **Pour les échantillons 1970-1985 post-OPA d'entreprises cibles**<sup>(31)</sup> afin de vérifier s'il existait une évolution dans le temps des indicateurs de premier ordre par rapport aux motivations générales explicites et aux raisons spécifiques implicites constatées et ainsi analyser l'**efficacité** des offres publiques d'achat et d'échange. Les comparaisons ont été réalisées de 1 an avant à 2 ans après l'opération ainsi que de 1 an avant à 5 ans après l'opération. Toutes les classes de motivations générales explicites et de raisons spécifiques implicites n'ont pu faire l'objet d'un traitement du fait d'effectifs initiaux et/ou finaux insuffisants.

#### 2.4.2.2 . La régression LOGIT

La régression binomiale LOGIT est une technique similaire à l'analyse discriminante qui permet d'utiliser une variable dépendante dichotomique et présente l'avantage de ne pas requérir des variables explicatives une distribution normale. Le tableau n° 35 présente les techniques alternatives envisagées et les raisons du choix de la régression LOGIT.

La variable dépendante est la probabilité d'appartenance à une catégorie compte-tenu de la valeur des variables explicatives. Elle est égale à 1 lorsque l'on constate l'appartenance à la catégorie objet de l'analyse et à 0 dans le cas contraire<sup>(32)</sup>.

Trois tests ont été utilisés pour analyser les différentes régressions LOGIT et pour sélectionner les meilleurs modèles :

- **le test du ratio de vraisemblance** : (-2 log ratio de vraisemblance) permet de tester l'hypothèse selon laquelle tous les coefficients à l'exception de la constante sont égaux à 0. Cette statistique suit une loi du  $X^2$ . Elle s'interprète comme le F de Fisher d'une régression des moindres carrés.

---

(30) Par exemple, 3 ans par rapport à 4 ans après l'opération.

(31) Les entreprises initiatrices n'ont pu être analysées en raison d'échantillons insuffisants.

(32) L'ensemble des analyses a été réalisé sur le logiciel SYSTAT 5.0 version Macintosh.

- le **pseudo R<sup>2</sup>** est utilisé tel qu'il est proposé par J.H. ALDRICH et F.D. NELSON (1984). Il s'interprète comme le R<sup>2</sup> d'une régression des moindres carrés et permet d'apprécier la qualité du modèle. Il est égal à :

$$C / N + C$$

où

C : - 2 log (ratio de vraisemblance)

N : taille de l'échantillon

- le **t de student** : permet de tester si les coefficients individuels associés aux variables explicatives sont significativement différents de 0. L'interprétation de la valeur des estimateurs est limitée au signe positif ou négatif dans la mesure où la valeur absolue n'a pas de sens dans le cadre d'une réflexion globale.

Compte-tenu du fonctionnement de la régression LOGIT, le choix des modèles a été réalisé de façon exploratoire à partir des indicateurs de premier ordre. En effet, au contraire d'une régression linéaire classique où l'omission ou l'ajout d'une variable explicative n'affecte pas les estimations des autres variables, l'exclusion ou l'inclusion d'une variable biaise l'estimation des coefficients des autres variables dans une régression LOGIT (J.S. CRAMER, 1991). Ce modèle intègre les interactions entre les variables ce qui rend inopérant des méthodes pas à pas. La recherche a donc été construite par itérations, ce qui a conduit à la présentation de différents modèles afin de rendre compte, au mieux, des multiples facettes des phénomènes observés.

La régression LOGIT a été appliquée aux échantillons d'entreprises initiatrices et cibles avec pairage pour la période 1987-1990 et aux couples d'entreprises pour la période 1970-1985 avec pour objectif de caractériser les **motivations, raisons et stratégies générales**.

## TABLEAU n° : LE CHOIX DE LA REGRESSION LOGIT

La régression LOGIT a été choisie de préférence à 3 méthodologies alternatives similaires pour des raisons liées à la nature des données, à la disposition des outils informatiques nécessaires et à l'adaptation à notre problématique.

### 1. LA REGRESSION LINEAIRE

Cette technique est largement utilisée sous ses formes simples et multiples et, il semble inutile de revenir ici sur sa définition et ses caractéristiques. Appliquée à notre problématique, elle souffre de graves défauts qui la rendent inopérante :

- La linéarité supposée de la relation entre la variable dépendante et la(les) variable(s) indépendante(s) est difficilement envisageable ;
- La contrainte probabiliste de variation entre 0 et 1 (probabilité de survenance des OPA) est difficilement conciliable avec la régression linéaire.

### 2. L'ANALYSE DISCRIMINANTE

#### OBJECTIFS :

- Elle permet de mettre en évidence les liaisons existant entre un caractère à expliquer qualitatif et un ensemble de caractères explicatifs quantitatifs.

#### APPLICATIONS :

- Description : on recherche quelles sont les combinaisons linéaires de variables qui permettent de séparer le mieux possible les différentes catégories (2 à n) ;
- Décision/prédiction : lorsqu'un nouvel individu se présente pour lequel on connaît les valeurs des prédicteurs, il s'agit alors de décider dans quelle catégorie il faut l'affecter, c'est un problème de classement.

#### INTERPRETATION :

Dans le cas de l'analyse discriminante où la variable expliquée ne peut prendre que deux valeurs (0 et 1), la variable discriminante est unique. L'équation discriminante se présente alors sous une forme similaire à la régression multiple ( $Y = a + b_1x_1 + \dots + b_nx_n$ ) mais les coefficients  $b_1, \dots, b_n$  ne peuvent s'interpréter de façon similaire. Une analyse discriminante univariée préalable sera nécessaire pour connaître l'influence des variables explicatives. D'autre part, cette étape préliminaire permettra de sélectionner les variables nécessaires à l'analyse discriminante multivariée. La variable discriminante sera utilisée exclusivement pour ses fonctions de description et de décision/prédiction.

#### PROBLEMES :

- L'analyse discriminante suppose que les variables explicatives présentent une distribution normale. Or, lorsque l'on utilise des populations de ratios, par exemple, ceux-ci présentent rarement une distribution normale ;
- De même, les variables qualitatives explicatives souvent représentées par des variables binaires ne peuvent être utilisées par l'analyse discriminante (non-normalité) sauf à utiliser la méthode DISQUAL relativement lourde à mettre en œuvre.

### 3. LA REGRESSION LOGIT (ou logistique)

#### OBJECTIFS :

Elle permet de mettre en évidence les liaisons existant entre un caractère à expliquer qualitatif et un ensemble de caractères explicatifs quantitatifs et/ou qualitatifs.

#### APPLICATIONS :

- Description : on cherche quelles sont les combinaisons de variables qui permettent de séparer le mieux possible les différentes catégories (2 à n);
- Décision/prédiction : lorsqu'un nouvel individu se présente pour lequel on connaît les valeurs des prédicteurs, il s'agit alors de décider dans quelle catégorie il faut l'affecter, c'est un problème de classement.

FORME :

$$P(i) = \frac{1}{1 + e^{-\beta x(i)}} \quad \text{ou} \quad \frac{e^{\beta x(i)}}{1 + e^{\beta x(i)}}$$

- $P(i)$  probabilité que l'individu  $i$  subisse l'évènement étudié ;
- $x(i)$  : vecteur des variables explicatives de l'individu  $i$  ;
- $\beta$  : vecteur des coefficients à estimer ;
- La variance des résidus est de  $\pi^2/3$  ; L'expression de la régression LOGIT n'est autre que la fonction de distribution d'une variable logistique.

INTERPRETATION :

En fait, la fonction logistique exprime la préférence de l'individu  $i$  pour une des spécifications de la variable explicative. Cette préférence n'est jamais observée et, donc, la valeur des coefficients estimés ne peut être interprétée, seul le signe peut l'être (au contraire de la régression linéaire où la valeur et le signe sont interprétables). La régression logistique s'utilise de façon équivalente à la variable discriminante pour la prédiction à partir de la probabilité calculée (et non du score) supérieure ou inférieure à 0,5.

PROBLEMES :

La procédure de calcul de la régression logistique est plus lourde et moins précise que celle de l'analyse discriminante. Elle ne donne des meilleurs résultats que lorsque les populations sont non-gaussiennes ou lorsque les matrices de variance des deux populations sont trop différentes.

#### 4. LA RÉGRESSION PROBIT

OBJECTIFS : identiques à LOGIT

APPLICATIONS : identiques à LOGIT :

FORMES :

$$P(i) = \int_{-\infty}^{\beta x(i)} \frac{\exp(-u^2/2)}{\sqrt{2\pi}} du$$

- $P(i)$  : probabilité que l'individu  $i$  subisse l'évènement étudié
- $x(i)$  : vecteur des valeurs des variables explicatives de l'individu  $i$  ;
- $\beta$  : vecteur des coefficients à étudier
- $\frac{\exp(-u^2/2)}{\sqrt{2\pi}}$  est la fonction de densité où

la variance des résidus  $u_i$  est de 1 et la moyenne de 0.

L'expression de la régression PROBIT n'est autre que la fonction de distribution cumulative d'une variable normale.

INTERPRETATION : identique à LOGIT

PROBLEMES :

Le choix entre une régression LOGIT et une régression PROBIT est délicat dans la mesure où les différences de spécifications sont minimales. En pratique, les deux pourront être utilisées et on retiendra la plus performante des deux (significativité).

#### 5. LE CHOIX DE LA RÉGRESSION LOGIT

Le choix de la régression LOGIT s'explique par :

- **L'exclusion de la régression linéaire** dont les caractéristiques ne correspondent pas aux exigences de notre étude.
- **La préférence pour les régressions LOGIT et PROBIT par rapport à l'analyse discriminante**, les distributions de nos variables étant quasi-systématiquement non-gaussiennes. Par ailleurs, la méthode DISQUAL est lourde à mettre en œuvre et nous ne disposons pas des outils informatiques adaptés.
- **La préférence pour la régression LOGIT par rapport à la régression PROBIT**, les outils informatiques à notre disposition sont beaucoup plus développés pour la régression LOGIT et les statisticiens ont proposé des méthodes d'interprétation plus précises pour ce qui concerne la régression LOGIT.

#### 2.4.2.3. L'analyse des données

L'analyse de données a été menée en trois phases :

- L'Analyse en Composantes Principales (A.C.P.) sur la base des indicateurs de premier ordre ;
- La Classification Ascendantes Hiérarchique (C.A.H.) des entreprises avec optimisation par les nuées dynamiques de la même façon que pour les motivations explicites.
- L'interprétation des classes d'entreprises par l'intermédiaire des indicateurs de premier et second ordre en tant que variables illustratives.

L'ensemble des échantillons pré-OPA ont été soumis à ces traitements successifs afin de mettre en évidence **les motivations, raisons et stratégies spécifiques**<sup>(33)</sup>.

---

(33) Ces traitements ont été pratiqués au moyen du logiciel SPAD.N 2.0 version Macintosh. Les indicateurs de second ordre n'ont pas été utilisés pour l'étude des stratégies spécifiques.



**CONCLUSION DEUXIEME PARTIE :**  
**LE SCHEMA GENERAL DE LA RECHERCHE ET LA MISE**  
**EN PERSPECTIVE AVEC LES RECHERCHES ANTERIEURES**

La présentation de la démarche, des échantillons, des variables et des méthodologies statistiques nous permet de dresser le schéma général de la recherche (tableau n° 36)

**Cette recherche se distingue, à notre avis, des études antérieures par de nombreux aspects ayant trait aussi bien à sa démarche qu'aux échantillons, variables et méthodologies qui caractérisent une tentative d'exhaustivité et de cohérence :**

— **La double préoccupation motivations/efficacité** : notre démarche prend en compte une analyse conjointe des motivations et de l'efficacité dans le cadre d'une problématique empirico-inductive, au contraire, à notre connaissance, de la totalité des recherches antérieures spécialisées sur un seul de ces aspects<sup>(34)</sup> ;

— **La distinction (et l'analyse simultanée) des motivations explicite et implicite** : Ce point est spécifique à notre recherche, aucune autre investigation concernant les OPA ou la croissance externe ne l'ayant envisagé ;

— **L'analyse simultanée des motivations des sociétés initiatrices et des caractéristiques des sociétés cibles** jamais envisagée en France à notre connaissance et exceptionnellement à l'étranger (B.G. BARADWAJ, D.R. FRASER et E.P.H. FURTADO, 1990, Etats-Unis) ;

— **L'analyse comparée des caractéristiques des sociétés cibles et initiatrices avant les opérations** jamais prises en compte tant en France qu'à l'étranger afin de matérialiser l'existence de stratégie des offres publiques d'achat et d'échange<sup>(35)</sup>.

— **L'analyse de l'efficacité des stratégies d'OPA n'a fait l'objet d'aucune investigation en France à l'inverse des Etats-Unis**<sup>(36)</sup> ;

---

(34) A l'inverse, des études portant sur la croissance externe ont pris en considération ces deux aspects : J. ALLOUCHE (1981), F. BAVAY et D. BEAU (1988), P. NAVATTE (1978 A, B et C), ...

(35) Les recherches sur les motivations stratégiques des OPA se contentent d'un rapprochement des codes SIC/APE pour évaluer les stratégies mises en œuvre.

(36) On peut se reporter à la première partie pour consulter une récession consacrée à cette problématique ou aux contributions de D.K. DATTA, G.E. PINCHES et V.K. NARAYANAN (1992) et V. RAMANUJAN et P. VARADARAJAN (1989).

TABLEAU n° 36 : LE SCHEMA GENERAL DE LA RECHERCHE

		OBJET	ECHANTILLON	VARIABLES	TRAITEMENTS STATISTIQUES	
ANALYSE DES MOTIVATIONS EXPLICITES	ANALYSE	<i>Motivations générales</i>	212 Notes d'information 1970/1990	Données textuelles	. Lexicométrie . A.F.C. . C.A.H./individus . Nuées dynamiques	
	DES	<i>Logiques génériques</i>	212 Notes d'information 1970/1990	. Données textuelles . Variables illustratives	. Lexicométrie . A.F.C. . C.A.H./formes . Nuées dynamiques	
	EXPLICITES	<i>Stratégies de motivations</i>	212 Notes d'information 1970/1990	Données textuelles	. Lexicométrie . A.C.M. . C.A.H. / Logiques génériques . Nuées dynamiques	
	ANALYSE DES MOTIVATIONS IMPLICITES	ANALYSE	<i>Motivations générales</i>	27 Entreprises initiatrices 1970/1985	7 indicateurs de 1er et 7 de 2ème ordres	Test de WILCOXON-MANN- WHITNEY
		DES	<i>Motivations générales</i>	13 Entreprises initiatrices 1987/1990 (avec pairage)	12 indicateurs de 1er ordre 12 indicateurs de 1er et 7 de 2ème ordres	Régression LOGIT Test de WILCOXON-MANN- WHITNEY
		MOTIVATIONS	<i>Motivations spécifiques</i>	27 Entreprises initiatrices 1970/1985	7 indicateurs de 1er et 7 de 2ème ordres	. A.C.P. . C.A.H. . Nuées dynamiques
		IMPLICITES	<i>Motivations spécifiques</i>	13 Entreprises initiatrices 1987/1990	12 indicateurs de 1er et 7 de 2ème ordres	. A.C.P. . C.A.H. . Nuées dynamiques
	RAISONS IMPLICITES	ANALYSE	<i>Raisons générales</i>	68 Entreprises cibles 1970/1985	7 indicateurs de 1er et 7 de 2ème ordres	Test de WILCOXON-MANN- WHITNEY
		DES	<i>Raisons générales</i>	32 Entreprises cibles 1987/1990 (avec pairage)	12 indicateurs de 1er ordre 12 indicateurs de 1er et 7 de 2ème ordres	Régression LOGIT Test de WILCOXON-MANN- WHITNEY
		RAISONS	<i>Raisons spécifiques</i>	68 Entreprises cibles 1970/1985	7 indicateurs de 1er et 7 de 2ème ordres	. A.C.P. . C.A.H. . Nuées dynamiques
		IMPLICITES	<i>Raisons spécifiques</i>	32 Entreprises cibles 1987/1990	12 indicateurs de 1er et 7 de 2ème ordres	. A.C.P. . C.A.H. . Nuées dynamiques
		ANALYSE DES STRATEGIES	ANALYSE	<i>Stratégies générales</i>	20 Couples 1970/1985	7 indicateurs de 1er ordre
DES			<i>Stratégies</i>	20 Couples	7 indicateurs de	. A.C.P. . C.A.H.
IMPLICITES		<i>spécifiques</i>	1970/1985	1er ordre	. Nuées dynamiques	

ANALYSE	ANALYSE DES PERFORMANCES	<i>Performance des entreprises initiatrices</i>	20 Entreprises initiatrices 1970/1980	7 indicateurs de 1er ordre	Test de WILCOXON-MANN- WHITNEY
	DANS L'ABSOLU	<i>Performance des entreprises cibles</i>	43 Entreprises cibles 1970/1985	7 indicateurs de 1er ordre	Test de WILCOXON-MANN- WHITNEY
POST-OPA	ANALYSE DE L'EFFICACITE	<i>Efficacité des raisons spécifiques implicites</i>	41 Entreprises cibles cibles 1970/1985	. 7 indicateurs de 1er ordre . raisons spécifiques	Test de WILCOXON-MANN- WHITNEY
		<i>Efficacité des motivations générales explicites</i>	21 Entreprises cibles 1970/1985	. 7 indicateurs de 1er ordre . motivations générales explicites	Test de WILCOXON-MANN- WHITNEY

— **L'ampleur de la période étudiée (1970-1990)** : pour ce qui concerne l'étude des motivations des offres publiques, seules les études de B. LE CORVELLER (1992) et P.H. EDDEY (1991) qui s'intéressent respectivement aux offres publiques de 1974 à 1989 en France et de 1972 à 1985 en Australie, peuvent se prévaloir d'une période d'analyse aussi importante. En revanche, l'étude de l'efficacité des stratégies d'OPA a généré des périodes de temps similaires :

- D.H. HOPKINS (1987 A et B) : 1965 - 1979 ;
- L.M. SHELTON (1988) : 1962 - 1983 ;
- K.P. SCANLON, J.N. TRIFTS & R.H. PETTWAY (1989) : 1968 - 1985
- A. SETH (1990) : 1962 - 1979 ;
- S. CHATERJEE (1992) : 1963 - 1986

— **La sophistication et la variété des outils utilisés** : pour chacune des préoccupations attachées à notre problématique, nous avons cherché à utiliser le (ou les) outil(s) le(s) plus adapté(s) et le(s) plus performant(s) en tenant compte des contraintes liées aux échantillons et aux variables.

— **L'examen de la situation française** souffre de la présence de travaux peu nombreux et parcellaires comme l'a montré notre recension des travaux sur les OPA. **Notre contribution souhaite apporter une vision globale et cohérente des OPA en France, ce qui ne signifie pas qu'elle soit en mesure de répondre à l'ensemble des interrogations posées.**

Mais, au delà de cette volonté d'exhaustivité et de cohérence, notre recherche présente de réelles limites qu'il n'est pas possible d'occulter.

— **Le caractère réducteur des données comptables** centrées sur les aspects financiers des entreprises et la non-utilisation de données sociales et qualitatives ;

— **Le faible nombre de données comptables recueillies** en raison de la faiblesse de l'information historique en France ;

— **La faiblesse de certains échantillons** qui a rendu impossible la mise en œuvre de plusieurs recherches, plus particulièrement pour ce qui concerne l'efficacité des offres publiques ;

— **L'absence d'études cliniques** plus appropriées pour la mise en évidence d'une efficacité pluri-dimensionnelle dans le cadre d'une problématique constructiviste.



**TROISIEME PARTIE**

**UNE VISION APPROFONDIE DU CAS FRANÇAIS  
DE 1970 à 1990**



La troisième partie est consacrée à la présentation des résultats obtenus par la recherche empirique dont nous avons détaillé la démarche et les choix méthodologiques dans la deuxième partie. Nous abordons successivement les motivations explicites (3.1.), les motivations et raisons implicites (3.2.), les stratégies implicites (3.3.), l'efficacité (3.4.) avant d'articuler l'ensemble de ces résultats (conclusion).



### 3.1. LES MOTIVATIONS EXPLICITES DES OFFRES PUBLIQUES EN FRANCE DE 1970 à 1990.

La présentation des résultats obtenus s'articule autour de cinq points principaux :

- les résultats des A.F.C.
- la partition des motivations générales
- la partition des motivations génériques
- la confrontation des résultats de l'A.F.C. et de la partition des motivations génériques
- l'analyse combinatoire

Le tableau n° 37 propose à nouveau le processus méthodologique restreint à l'analyse des motivations explicites.

TABLEAU n° 37 : LE PROCESSUS METHODOLOGIQUE D'ANALYSE DES MOTIVATIONS EXPLICITES

OBJET	ECHANTILLON	VARIABLES	TRAITEMENTS STATISTIQUES
Motivations générales	232 offres publiques de 1970 à 1990	123 formes/mots	. lexicométrie . A.F.C. . C.A.H. / individus . nuées dynamiques
Logiques génériques	232 offres publiques de 1970 à 1990	123 formes/mots	. lexicométrie . A.F.C. . C.A.H. / formes . nuées dynamiques
Stratégies des motivations	232 offres publiques de 1970 à 1990	123 formes/mots	. lexicométrie . A.C.M. . C.A.H./logiques génériques . nuées dynamiques

### **3.1.1. La mise en évidence par les analyses factorielles des correspondances de logiques de motivation articulées autour de l'opposition entre logiques financière et managériale.**

En réalité, deux A.F.C. ont été pratiquées afin d'enrichir le contenu informationnel des résultats :

- une A.F.C. sur l'ensemble des 123 formes sélectionnées,
- une A.F.C. sur un corpus réduit à 121 formes.

#### **3.1.1.1. L'A.F.C. sur l'ensemble du corpus retenu**

L'analyse des valeurs propres obtenues nous a conduit à retenir trois axes significatifs qui expliquent 15,48 % de l'inertie totale. Ce pourcentage peut paraître faible, mais il s'agit néanmoins d'un très bon résultat pour une analyse lexicométrique de cette nature. D'autre part, comme l'indique L. LEBART et A. SALEM (1988), "de nombreux contre-exemples montrent que des pourcentages médiocres correspondent parfois à des représentations qui rendent compte de façon satisfaisante de la structure des données". Le tableau n° 38, ci-après, reprend les valeurs propres, les pourcentages d'inertie de chacun des axes et leur cumul. L'annexe n° 5 contient ces mêmes informations pour l'ensemble des 122 axes.

TABLEAU n° 38 : LES VALEURS PROPRES DE L'A.F.C. N° 1

AXE	VALEUR PROPRE*	POURCENTAGE D'INERTIE	POURCENTAGE CUMULE
1	0,1635	6,50	6,50
2	0,1295	5,15	11,65
3	0,0964	3,83	15,48

\* la somme des valeurs propres est égale à 2,5161

L'interprétation de chacun de ces axes a été approfondie à l'aide, d'une part, des contributions (ou contributions absolues) qui décrivent la part prise par chacune des formes dans la construction d'un axe factoriel et, d'autre part, des cosinus carrés (ou contributions relatives) qui mesurent la qualité de la représentation de chaque élément par les axes. On a ainsi sélectionné les formes caractéristiques significatives pour chacun des axes. L'annexe n° 6 décrit pour l'intégralité des formes leurs coordonnées, contributions et cosinus carrés.

A. L'axe n° 1 : l'opposition logique financière/logique managériale

L'axe n° 1 oppose deux catégories de formes significatives représentées dans le tableau n° 39 :

TABLEAU n° 39 : LES FORMES CARACTERISTIQUES DE L'AXE n° 1  
(A.F.C. n° 1)

CATEGORIE 1	CATEGORIE 2
— Action	— Chiffre d'affaires
— Actionnaire	— Commercial
— Assurance	— Développement
— Capital	— Distribution
— Filia(1)	— France
— Fusion	— International
— Immobilier	— Magasin
— Tierx(1)	— Produits
	— Région
	— Réseau

L'analyse des formes sélectionnées nous permet d'interpréter l'axe n° 1 qui explique 6,5 % de l'inertie totale. On constate une opposition entre deux logiques ; une logique financière et une logique managériale :

— La logique financière s'appuie sur la **géographie du capital** (action, actionnaire, fusion, capital, filia, tierx) où la motivation semblé liée à la **restructuration** et concerne plus particulièrement deux secteurs : l'**Assurance** et l'**Immobilier**.

— La logique managériale s'appuie sur le **développement géographique du chiffre d'affaires** (région, france, international) et du **réseau de distribution** (réseau, distribution, commercial, produits) où la motivation semble liée à une **stratégie industrielle** et concerne plus particulièrement le secteur de la **Grande Distribution** (magasin).

L'axe n° 1 apparaît donc comme l'expression de l'opposition logique financière/logique managériale attribuée aux offres publiques d'achat et d'échange<sup>(2)</sup>.

(1) Les mots filia et tierx correspondent à deux opérations de codage (annexe n° 3). Filia représente les noms propres de sociétés filiales de la firme cible, Tierx est le codage des noms de sociétés tiers, impliquées indirectement dans l'opération et sans lien de capital avec les entreprises initiatrices et cibles.

(2) Cette distinction renvoie au rôle controversé des OPA, où les logiques financières, volontiers hostiles et souvent le fait de raiders, sont décriées et opposées aux logiques managériales. On peut se référer à ce propos à J.B. SCHWEMM (1988).

B. L'axe n° 2 : la décomposition de la logique managériale en logiques industrielles et commerciales.

Les formes caractéristiques de l'axe n° 2 sont reprises dans le tableau n° 40 ci-après :

TABLEAU n° 40 : LES FORMES CARACTERISTIQUES DE L'AXE n° 2 (A.F.C. N° 1)

CATEGORIE 1	CATEGORIE 2
— exploitation	— équipement
— magasin	— fabrication
— réseau	— industrie
— région	— international
	— marché
	— merex(3)
	— production
	— technologie

L'axe n° 2 qui exprime 5,15 % de l'inertie totale semble correspondre à une décomposition de la logique managériale mise en évidence sur l'axe n° 1 en une logique industrielle et une logique commerciale :

— La logique industrielle concerne l'**activité industrielle** au sens propre (industrie, fabrication, équipement, production, technologie) et est orientée vers la **conquête de marchés internationaux** (marché, international) par la voie de l'offre publique.

— La logique commerciale est l'expression de la recherche d'un **réseau régional** (exploitation, réseau, régional) plus spécialement dans le **secteur de la grande distribution**. L'offre publique est utilisée pour **étendre un réseau par rachat d'entités régionales**.

(3) merex est le codage du nom de la société mère de l'entreprise initiatrice.

C. L'axe n° 3 : l'opposition de deux logiques financières : les logiques de la valeur et de la géographie du capital.

Les formes caractéristiques de l'axe n° 3 sont représentées dans le tableau n° 41.

TABLEAU n° 41: LES FORMES CARACTERISTIQUES DE L'AXE n° 3 (A.F.C. N° 1)

CATEGORIE 1	CATEGORIE 2
— actif	— action
— Immobilier	— assurance
— offre	— filia(4)
— succès	— fusion
— valeur	

L'axe n° 3 reprend 3,83 % de l'inertie totale. On note une opposition entre deux logiques qui semble correspondre à deux aspects de la logique financière mise en évidence par l'axe n° 1 : une logique de la valeur et une logique de géographie du capital :

— La logique de la valeur, propre au **secteur Immobilier** (immobilier), semble s'inscrire dans une **analyse de la valeur des actifs** (valeur, actif) qui motive l'offre et garantit son succès (offre, succès).

— La logique de géographie du capital, propre au **secteur de l'Assurance** (assurance) semble motivée par une **réorganisation de l'organigramme de participation** (action, filia, fusion).

L'axe n° 3 illustre donc bien l'opposition entre deux logiques financières : la logique de la valeur et la logique de géographie du capital. Les annexes n° 9 et 10 permettent de visualiser les axes à partir de leur représentation graphique.

La récapitulation des résultats de la première A.F.C. nous a permis de mettre en évidence plusieurs motivations des offres publiques d'achat et d'échange ainsi que leurs interactions, soit :

---

(4) filia est le codage du nom des filiales de la société cible.

— Une opposition fondamentale entre logique financière et logique managériale (axe n°1) ;

— Une première décomposition secondaire de la logique managériale en logiques industrielle et commerciale (axe n° 2) ;

— Une seconde décomposition secondaire de la logique financière en logique de la valeur et logique de la géographie du capital (axe n° 3).

Les motivations des OPA ne sont pas le fait d'une démarche monolithique mais, au contraire, se signalent par leur diversité. La décomposition des deux logiques principales souligne la vacuité d'une opposition caricaturale entre logiques financières et industrielles<sup>(5)</sup>. Le rôle de l'appartenance sectorielle semble pregnant, l'influence pouvant être portée au crédit, non seulement du cycle sectoriel<sup>(6)</sup> mais aussi de la nature des activités<sup>(7)</sup>.

Cependant, le poids très important de certaines formes dans la construction des axes nous a conduit à les retirer de l'analyse afin de vérifier que des éléments n'ont pas été masqués.

---

(5) La logique financière s'inscrit dans le cadre d'un processus de restructuration où la préoccupation managériale n'est pas nécessairement absente.

(6) J.F. WESTON, K.S. CHUNG et S.E. HOAG (1990) ont déjà souligné les liens entre le cycle de vie sectoriel et les acquisitions en postulant qu'en fait à chaque stade du cycle correspond des types d'acquisition différents.

(7) Les natures éminemment financières des activités immobilières et de l'Assurance renforcent et expliquent la logique financière des opérations, à l'inverse, la grande distribution développe plutôt une logique managériale.

### 3.1.1.2. L'A.F.C. sur un corpus réduit

L'A.F.C. n° 2 a été réalisée sur un corpus où les formes immobilier et magasin ont été supprimées pour les raisons évoquées ci-dessus.

Trois axes significatifs ont été retenus qui expliquent 13,73 % de l'inertie totale. Le tableau n° 42, ci-après, reprend les valeurs propres, les pourcentages d'inertie de chacun des axes et leur cumul. L'annexe n° 9 reproduit ces mêmes données pour l'ensemble des 120 axes.

TABLEAU n° 42 : LES VALEURS PROPRES DE L'A.F.C. N° 2

AXE	VALEURS PROPRES*	POURCENTAGE D'INERTIE	POURCENTAGE CUMULE
1	0,1575	6,58	6,58
2	0,0896	3,74	10,32
3	0,0814	3,40	13,73

\* la somme des valeurs propres est égale à 2,393

On remarque, par rapport à l'A.F.C. n° 1, une légère progression de l'inertie expliquée par l'axe n° 1 (de 6,50 % à 6,58 %) mais, en revanche, une baisse pour les axes n° 2 et 3 (respectivement de 5,15 % à 3,74 % et de 3,83 % à 3,40 %), ce qui confirme le pouvoir explicatif des formes immobilier et magasin. L'annexe n° 10 décrit pour l'intégralité des formes, leurs coordonnées, contributions et cosinus carrés.

*A. L'axe n° 1 : la confirmation de l'opposition entre logique financière et logique industrielle*

Les formes caractéristiques de l'axe n° 1 sont indiquées dans le tableau n° 43.

TABEAU n° 43 : LES FORMES CARACTERISTIQUES DE L'AXE n° 1 (A.F.C. n° 2)

CATEGORIE 1	CATEGORIE 2
— action — actionnaire — assurance — capital — fusion — filia(8) — tierx(8)	— développement — équipement — europe — france — industrie — international — leader — produits — production

L'axe n° 1 (6,58 % de l'inertie totale) reproduit l'opposition entre logique financière et logique managériale constatée lors de la première A.F.C. Cependant, la disparition de la forme "magasin" modifie l'interprétation de la logique managériale qui s'apparente de façon plus prononcée à une de ses deux alternatives mise en évidence par l'axe n° 2 de l'A.F.C. n° 1 : la logique industrielle<sup>(9)</sup>. La disparition de la forme "immobilier", en revanche, n'affecte pas la logique financière.

*B. L'axe n° 2 : l'approfondissement de l'opposition entre logiques industrielle et commerciale.*

Le tableau n° 44, ci-après, présente les formes caractéristiques de l'axe n°2.

TABEAU n° 44 : LES FORMES CARACTERISTIQUES DE L'AXE n° 2 (A.F.C. n° 2)

CATEGORIE 1	CATEGORIE 2
— assurance — chiffre d'affaires — commercial — exploitation — filia(10) — filiale — filix(10) — région — réseau — synergie — vente	— entreprise — équipement — fabrication — industrie — international — merex(10) — nécessité — offre — personnel — production

(8) filia et tierx correspondent aux codages respectifs des noms des sociétés filiales de l'entreprise cible et de sociétés tiers.

(9) Dans le cadre de l'AFC n° 1, le poids de la forme "magasin" était particulièrement déterminant pour la définition de l'axe n° 1, son retrait permet de vérifier la qualité de l'opposition entre logique managériale et logique industrielle.

(10) filia est le codage du nom des filiales de l'entreprise cible ; filix est le codage du nom des filiales de l'entreprise initiatrice ; merex est le codage du nom de la société mère de l'entreprise initiatrice.



En dépit d'un pourcentage d'inertie expliquée plus faible par rapport à l'A.F.C. n° 1 (baisse de 5,15 % à 3,74 %), cet axe confirme l'opposition entre les logiques commerciale et industrielle et apporte des éléments d'information complémentaires :

— La logique commerciale qui semblait être le fait plus spécialement du secteur de la grande distribution semble être aussi du ressort du **secteur de l'assurance** où elle est complémentaire de la logique de géographie du capital. **Ainsi, la réorganisation des organigrammes de participation serait motivée par des impératifs commerciaux.**

— La logique industrielle mise en évidence lors de l'A.F.C. n° 1 serait le **fruit de la nécessité** et **prendrait en compte non seulement la dimension technique mais aussi humaine** (personnel).

*C. L'axe n° 3 : l'apparition d'une logique supplémentaire, la logique financière partenariale.*

Les formes caractéristiques de l'axe n° 3 sont indiqués dans le tableau n° 45 :

TABLEAU n° 45 : LES FORMES CARACTERISTIQUES DE L'AXE n° 3  
(A.F.C. n° 2)

CATEGORIE 1	CATEGORIE 2
— assurance	— accord
— domaine	— acquisition
— échange	— capital
— équipement	— initx(11)
— entreprise	— merex(11)
— exploitation	— tierx(11)
— filia(11)	
— international	
— personnel	

- 
- (11) - filia est le codage du nom des filiales de l'entreprise cible  
 - initx est le codage du nom de l'entreprise initiatrice  
 - merex est le codage du nom de la société mère de l'entreprise initiatrice  
 - tierx est le codage du nom de sociétés tiers

L'axe n° 3 qui exprime 3,40 % de l'inertie totale ne reprend pas l'opposition constatée sur l'axe n° 3 de l'A.F.C. n° 1 entre la logique de la valeur et celle de la géographie du capital. Dans le cas présent, on constate l'opposition entre une logique managériale étendue et une logique financière partenariale :

— La logique managériale correspond à celle mise en évidence par l'axe n° 1 de l'A.F.C. n° 1 et **comprend la logique de géographie du capital du secteur de l'assurance.**

— La logique financière partenariale semble être le **fruit de l'acquisition du capital par un groupe** (merex, tierx) liée à un **accord** avec une ou des sociétés tiers (accord, tierse).

L'axe n° 3 de l'A.F.C. n° 2 a donc permis de déceler une logique supplémentaire : la logique financière partenariale, ce qui confirme les craintes de "*disparition*" de l'information du fait des formes "*immobilier*" et "*magasin*".

Les annexes n° 11 et 12 proposent les visualisations des axes 1, 2 et 3 de l'A.F.C. n° 2.

L'application de l'A.F.C. aux données textuelles sélectionnées nous a offert une **meilleure compréhension de motivations explicites des offres publiques d'achat et d'échange.** Ainsi, deux logiques de motivation principales s'opposent, les logiques financière et managériale, et se déclinent chacune respectivement en 3 et 2 logiques, logiques de la valeur, de la géographie du capital et financière partenariale, d'une part, et, logiques industrielle et commerciale, d'autre part.

Les liens entre ces logiques de "*second rang*" peuvent s'affranchir de l'opposition initiale et s'accorder occasionnellement comme les logiques commerciale et de la géographie du capital, ce qui indique la **complexité des motivations des offres publiques**, et qui est confirmé par la lecture des différents textes initiaux où une même firme peut combiner plusieurs motivations. **L'expression des firmes initiatrices n'est donc pas monolithique, mais, au contraire, le reflet d'une multiplicité** en accord avec les faibles pourcentages d'inertie mesurés sur les premiers axes factoriels des deux A.F.C.

Par ailleurs, on constate **l'importance de l'appartenance sectorielle** dans la mesure où elle **induit des motivations des offres publiques d'achat et d'échange très typées** pour au moins trois secteurs : **l'Assurance, l'Immobilier et la Grande Distribution.** Les partitions vont maintenant permettre d'enrichir ces résultats.

### **3.1.2. L'identification de 6 motivations générales des OPA/E confirme la scission entre logiques financière et managériale.**

Afin de cerner la complexité des motivations des offres publiques, trois phases d'analyse principales ont été envisagées successivement :

- L'étude des motivations générales centrée sur la proximité des singularités attachées au caractère unique de chaque opération ;
- L'étude des motivations génériques destinées à mettre en évidence des logiques transversales aux motivations générales ;
- L'étude des combinaisons des logiques génériques transversales dans le but de dégager des stratégies cohérentes et récurrentes de motivation.

Dans ce cadre, six motivations générales différentes ont été décelées à l'aide de la partition. La C.A.H. a été réalisée en utilisant les coordonnées factorielles de l'ensemble des 213 individus sur les 7 premiers axes. En effet, comme le soulignent L. LEBART et A. SALEM, la C.A.H. permet de prendre en compte l'ensemble des axes que l'on considère significatifs mais dont l'A.F.C. ne permettait pas véritablement l'interprétation en raison de pourcentage d'inertie trop faibles. L'analyse de l'histogramme des indices de niveau (annexe n° 15), de la description de nœuds de la hiérarchie (annexe n° 16) et du dendrogramme (annexe n° 17) nous a amené à sélectionner une partition en 6 classes. L'inertie interclasses après optimisation par les nuées dynamiques est de 54,42 % et l'inertie intraclasses de 45,58 %, ce qui garantit une homogénéité suffisante des différentes classes relevée<sup>(12)</sup>.

L'annexe n° 16 reprend la partition retenue et indique la composition des six classes. L'interprétation des classes a été réalisée grâce à l'illustration des classes par les formes/mots significativement caractéristiques positivement et négativement. Puis, elle a été confirmée par le positionnement, sur chacun des axes de l'A.F.C., des centres des différentes classes significatifs. L'annexe n° 16 comprend les coordonnées et les valeurs-tests des centres de classes sur chacun des trois axes interprétés lors de l'AFC.

---

(12) La qualité d'une classification se reconnaît aux inerties intraclasses et interclasses. L'objectif est de parvenir, d'une part, à une homogénéité la plus grande possible des classes étudiées, c'est-à-dire minimiser l'inertie intraclasses, et, d'autre part, à une réelle différenciation entre les classes, soit, maximiser l'inertie interclasses. L'utilisation des nuées dynamiques permet d'améliorer les résultats initiaux de la partition obtenus par la C.A.H. Elle consiste, à partir des centres de classe issus de la C.A.H., à mettre en place un algorithme qui converge par itérations vers une partition optimale qui minimise l'inertie intraclasses.

## A. LA MOTIVATION ENTREPRENEURIALE DE DEVELOPPEMENT INTERNATIONAL.

Cette classe regroupe 4 entreprises dont le **développement international** (international), devenu une nécessité (nécessité, assurer, objectif), doit s'appuyer sur **la mobilisation mutuelle des ressources humaines et techniques** (apport, dirigeants, personnel, équipement, échange) des entreprises cibles et initiatrices. La présence des deux R.E.S. sur DARTY et BERGER-LEVRAULT dans cette classe confirme la volonté entrepreneuriale de ces opérations. Le tableau n° 46 reprend les mots significativement caractéristiques, positivement et négativement de la classe 1.

TABLEAU n° 46 : LES FORMES/MOTS SIGNIFICATIFS - CLASSE 1

+	—
apport assurer dirigeants entreprise échange équipement international nécessité objectif personnel	nouveau

## B. LA MOTIVATION FINANCIERE DE RESTRUCTURATION CAPITALISTIQUE

Les offres publiques émises par les 76 entreprises de cette classe sont motivées exclusivement par la **volonté d'une restructuration capitalistique à l'exclusion de toute stratégie industrielle**. Cette restructuration capitalistique est plutôt le fait d'OPE à l'intérieur d'un groupe déjà constitué. Elle est destinée à rationaliser l'organigramme de participation avec une fermeture éventuelle du capital tout en protégeant les intérêts des actionnaires minoritaires. Quelques opérations permettent d'illustrer ce propos :

— l'OPE de FORD MOTOR Cy (Etats-Unis) sur RICHIER en 1972 dont le capital était déjà détenu à hauteur de 51,46 %.

— L'OPE de la SOFIMO (filiale du Groupe LAFARGE) déjà détentrice de 83,48 % du capital des CIMENTS DU NORD avant l'opération en 1975 ;

— L'OPE de la COMPAGNIE GENERALE MARITIME ET FINANCIERE sur la COMPAGNIE GENERALE MARITIME en 1977 ;

— Les deux OPE de la COMPAGNIE FINANCIERE DE PARIBAS sur l'OPB PARIBAS et l'OPFI PARIBAS en 1988.

Le tableau n° 47 présente les formes/mots significatifs.

TABLEAU n° 47 : LES FORMES/MOTS SIGNIFICATIFS - CLASSE 2

+	—	
action	activité	région
actionnaire	chiffre d'affaires	regroupement
capital	commercial	réseau
conseil d'administration	concerner	secteur
décision	concurrence	spécialisation
fusion	constituer	stratégie
holding	développement	succès
majorité	dimension	synergie
minoritaire	distribution	technologie
ope	domaine	vente
participation	ensemble	
prix	équipement	
proposer	europe	
propriétaire	exploitation	
situation	fabrication	
	filix(13)	
	france	
	implantation	
	important	
	industrie	
	international	
	leader	
	magasin	
	maintien	
	marché	
	moyen	
	personnel	
	place	
	plan	
	politique	
	production	
	produits	

(13) filix est le codage du nom des filiales de l'entreprise initiatrice

### C. LA MOTIVATION FINANCIERE DE RESTRUCTURATION CAPITALISTIQUE-SECTEUR DE L'ASSURANCE

Cette classe (11 entreprises) est représentative d'une volonté de restructuration capitalistique semblable au cas précédent mais propre au **secteur de l'assurance**. La spécificité du secteur des assurances au sein de la motivation financière de restructuration capitalistique peut être illustrée par ces 4 opérations :

— Les 4 OPE simultanées de la PATERNELLE S.A. sur la PREVOYANCE VIE, LA PREVOYANCE R.D., la PATERNELLE VIE et la PATERNELLE R.D. en 1972 ;

— L'OPE des sociétés CAMBON PARTICIPATION et SEGEA (du groupe de la PATERNELLE S.A.) sur LA PATERNELLE S.A. en 1975 ;

— L'OPE de COMINDUS sur la FONCIERE T.I.A.R.D., déjà détenue à hauteur de 52,94%, en 1977 ;

— Les 4 OPE simultanées de AXA-MIDI ASSURANCES sur DROUOT ASSURANCES, LA PATERNELLE R.D., PRESENCE VIE et PRESENCE ASSURANCES en 1989 dans le cadre de la réorganisation du groupe après la prise de contrôle de la COMPAGNIE DU MIDI par le GROUPE AXA.

Le tableau n° 48 comprend les formes/mots significatifs.

TABLEAU n° 48 : LES FORMES/MOTS SIGNIFICATIFS - CLASSE 3

+	—
assurance	industrie
actionnaire	
condition	
conseil d'administration	
ensemble	
filia(14)	
filiale	
holding	
intérêt	
objectif	
ope	
opération	
position	
propre	
restructuration	
tierx(14)	

(14) - filia est le codage du nom des filiales des entreprises cibles  
 - tierx est le codage du nom des sociétés tiers

## D. LA MOTIVATION FINANCIERE DE VALORISATION - SECTEUR DE L'IMMOBILIER

Les opérations initiées par les entreprises de cette classe (6) s'inscrivent dans le cadre d'un **constat de sous-évaluation des actifs immobiliers** (actif, immobilier, valeur) de la cible et d'une recherche d'une plus-value à court terme (succès, dividende, intention). On peut matérialiser la nature de ces opérations à l'aide de deux exemples :

— les trois OPA concurrentes de la SAMVAC, la COGEPa et l'IMMOBILIERE et FONCIERE DE PARIS sur la COFIFA en 1990 ;

— l'OPA initiée par la SAMVAC sur l'IMMOBILIERE MALLET en 1989.

Le tableau n° 49 récapitule les formes/mots significatifs.

TABLEAU n° 49 : LES FORMES/MOTS SIGNIFICATIFS - CLASSE 4

+	—
actif	actionnaire
conserver	activité
disposition	france
dividende	international
immobilier	marché
intention	secteur
offre	
performance	
succès	
valeur	

## E. LA MOTIVATION MANAGERIALE

Les offres (101 entreprises) sont le fait d'une **volonté industrielle et commerciale** (commercial, industrie, développement, activité, ...) destinée à assurer le développement des entités concernées par la **mise en commun des ressources** (regroupement, renforcement, spécialisation, ensemble, complémentaire, ...) en terme de :

- recherche et technologie (recherche, technologie)
- part de marché, réseau, produits, distribution (chiffre d'affaires, distribution...)
- équipement et production (équipement, production, fabrication, ...)

Elles s'inscrivent dans le cadre d'une **stratégie de spécialisation** afin d'atteindre une taille critique (dimension, implantation...) aussi bien en **France** qu'à **l'étranger**. Elles ne participent aucunement à une logique financière de restructuration capitalistique (capital, action, holding, ...).

Les trois opérations présentées, ci-après, permettent de rendre compte de la nature horizontale des offres publiques de cette classe et de leurs dimensions nationale et internationale :

— Le regroupement de CAP GROUP PLC (Grande Bretagne) et de SEMA-METRA (France), deux sociétés de services en informatique, par le biais d'une OPE en 1988, était destiné à constituer un des leaders européens dans ce domaine ;

— Trois OPA concurrentes ont été initiées par AGA AKTIEBOLAG (Suède), CARBUROS METALLICOS (Espagne) et UNION CARBIDE (Etats-Unis) sur DUFFOUR & IGON (France) en 1987. Chacune de ces sociétés exerce une activité similaire à celle de la société cible et sont concurrentes au plan mondial avec L'AIR LIQUIDE (France). Ces trois offres sont l'expression d'une tentative de développement horizontal sur le marché domestique d'un de leurs plus importants concurrents ;

— Les deux OPA concurrentes de REMY MARTIN (France) et de la S.A.F. MARTINI & ROSSI (Italie) sur la Société BENEDICTINE (France) en 1988 se situent dans le cadre d'une stratégie de spécialisation au sein d'un secteur où la détention de marques reconnues et prestigieuses est indispensable.

Les formes/mots significatifs de cette classe sont indiqués dans le tableau n° 50.



TABLEAU n° 50 : LES FORMES/MOTS SIGNIFICATIFS - CLASSE 5

+	-
activité	actif
chiffre d'affaires	action
commercial	actionnaire
complémentaire	assurance
concurrence	capital
développement	cession
dimension	conseil d'administration
distribution	cotation
ensemble	décision
équipement	envisager
europe	fusion
fabrication	holding
filix(15)	magasin
france	minoritaire
implantation	opa
industrie	ope
international	opération
leader	propriété
marché	valeur
merex(15)	
moyen	
nécessité	
nouveau	
place	
plan	
position	
production	
produits	
recherche	
regroupement	
renforcement	
réseau	
secteur	
spécialisation	
technologie	

- 
- (15) - filia est le codage du nom des filiales des entreprises initiatrices  
- merex est le codage du nom des sociétés mères des entreprises initiatrices.

## *F. LA MOTIVATION MANAGERIALE COMMERCIALE*

Les offres publiques (15 entreprises) sont motivées par la recherche de **synergies commerciales** (synergie, commercial, magasin, vente) résultant de la **mise en commun de réseaux de distribution** (commun, regroupement, réseau, distribution) afin d'atteindre un chiffre d'affaires critique par regroupement d'entreprises aux sphères d'influence **régionales** (région, implantation). Elles concernent tout particulièrement le **secteur de la grande distribution** (magasin) et **s'opposent à toute stratégie industrielle ou financière** (industrie, production, capital, actionnaire) au sens propre. La motivation managériale commerciale est, d'une part, caractéristique du secteur de la grande distribution, et, d'autre part, constamment renouvelée au cours de la période 1970-1990, comme l'indiquent ces quelques exemples :

— l'OPA des Ets CANUS et Cie (Groupe CORA) sur les DOCKS DU NORD-LES ECO (1976) ;

— l'OPA de CEDIS sur les ECONOMIQUES TROYENS ET DOCKS REUNIS (1977) ;

— l'OPE de AMIDIS sur les DOCKS ARDENNAIS (1979) ;

— l'OPA de L'ALLOBROGE sur le GRAND BAZAR de LYON (1980) ;

— l'OPA des DOCKS DE FRANCE sur les ECONOMATS DU CENTRE (1989) ;

— l'OPA/E des COMPTOIRS MODERNES sur MAJOR (1989).

Le tableau n° 51 récapitule les formes/mots significatifs.

TABLEAU n° 51 : LES FORMES SIGNIFICATIFS - CLASSE 6

+	—
acquisition	actionnaire
chiffre d'affaires	capital
commercial	industrie
commun	nécessité
distribution	perspective
envisager	production
exploitation	proposer
gestion	
implantation	
magasin	
meilleur	
politique	
région	
regroupement	
réseau	
synergie	
vente	

La confrontation des caractéristiques des six classes de motivations générales confirme, d'une part, la **scission entre les motivations managériales et financières** mise en évidence par les AFC et, d'autre part, souligne la **diversité endogène de chacune des motivations générales**, notamment celles comprenant le plus grand nombre d'entreprises. L'étude des logiques génériques de motivation et l'analyse des combinaisons de ces dernières approfondissent judicieusement cette première problématique.

### 3.1.3. L'identification et l'illustration de 10 logiques génériques de motivation des OPA/E

Après l'examen des motivations générales, cette analyse est destinée à identifier des logiques de motivation transversales ou logiques génériques. En effet, les motivations exprimées par les entreprises ne sont pas monolithiques et des logiques génériques récurrentes ont pu être mises en évidence.

Dix logiques génériques de motivation des offres publiques d'achat et d'échange ont été déterminées à l'aide de la partition et leur compréhension s'est enrichie grâce à l'apport des variables illustratives.

### 3.1.3.1. L'identification des logiques de comportement

La classification ascendante hiérarchique a été réalisée en utilisant les coordonnées factorielles de l'ensemble des 123 formes sur les 7 premiers axes.

L'analyse de l'histogramme des indices de niveau (annexe n° 17), de la description des nœuds de la hiérarchie (annexe n° 18) et du dendrogramme (annexe n° 19) nous a amenés à sélectionner une partition en 10 classes. L'inertie interclasses après optimisation par les nuées dynamiques est de 65,70 % et l'inertie intraclasses de 34,30%, ce qui constitue un excellent résultat et garantit l'homogénéité des différentes classes mises en évidence.

L'annexe n° 20 est consacrée à la partition retenue et comprend l'affectation des 123 formes dans chacune des classes. L'interprétation de la composition des classes nous a permis de qualifier 10 logiques génériques de motivation des offres publiques d'achat et d'échange et l'utilisation des partitions précédentes (2 à 9) de comprendre leur genèse comme le souligne le schéma page suivante.

Ainsi, on distingue 6 logiques génériques de motivation financières et 4 logiques génériques de motivation managériales :

#### *A. LES LOGIQUES DE MOTIVATION FINANCIERES*

\* *LA LOGIQUE DE RESTRUCTURATION ECONOMIQUE ET FINANCIERE* : les offres sont motivées par un **examen de la situation actuelle et prévisible de la cible** qui souligne la **nécessité de la restructurer pour la renforcer**. En effet, la gestion de la cible doit être revue et la **prise de contrôle permettra d'apporter le financement des investissements qui assureront son établissement dans l'avenir**. Ces offres sont le plus souvent des offres publiques d'achat. Deux autres classes apportent des nuances à cette logique de motivation : les logiques de restructurations entrepreneuriale et partenariale.

\* *LA LOGIQUE DE RESTRUCTURATION PARTENARIALE* : cette logique d'inscrit dans un processus de restructuration économique et financier mais **introduit la notion d'accord** entre la société mère de la firme initiatrice et les tiers ; c'est-à-dire que c'est en accord avec des tiers que cette offre est lancée, ce qui devrait **garantir le succès de l'opération de restructuration**.

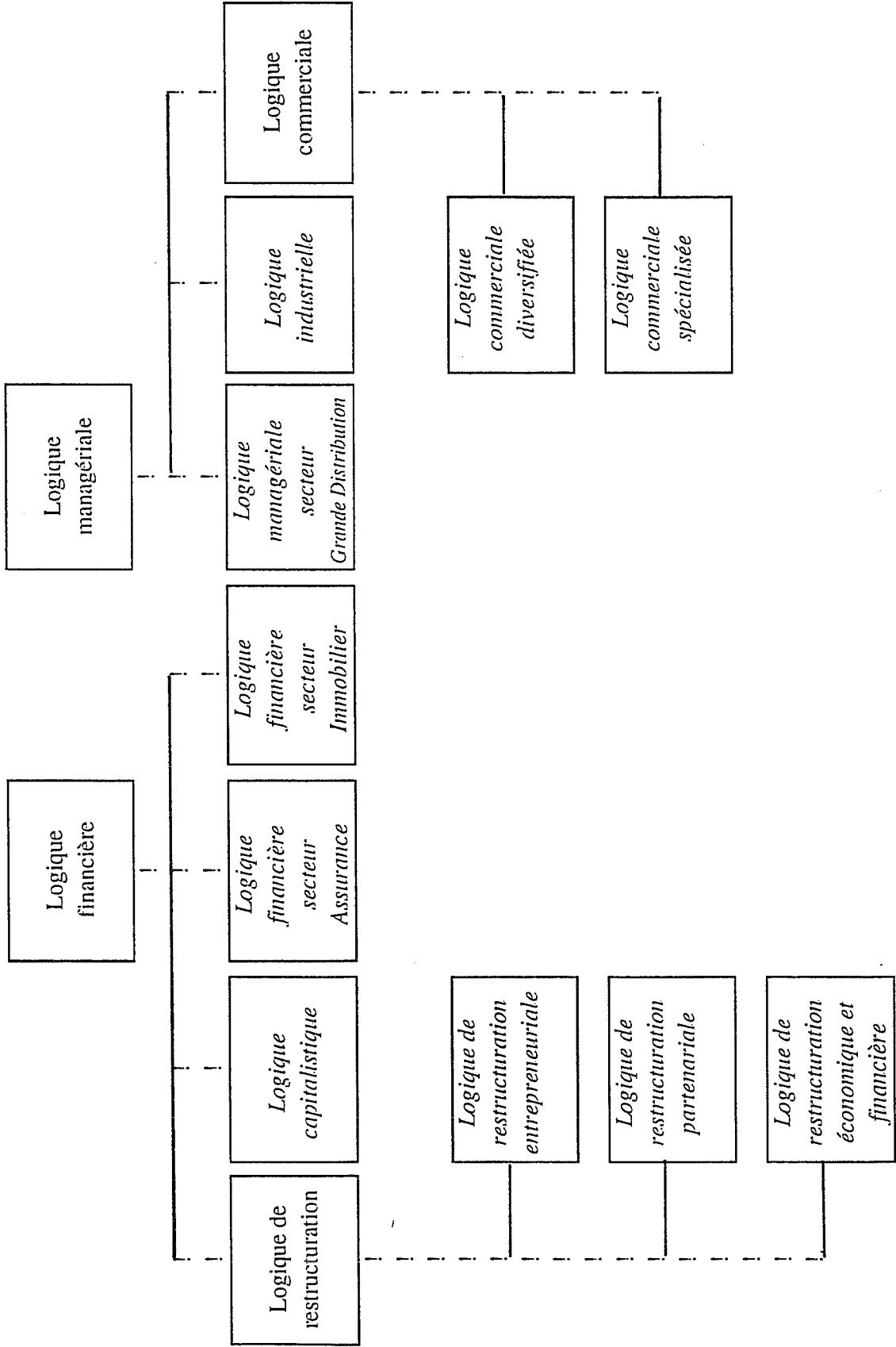
\* *LA LOGIQUE DE RESTRUCTURATION ENTREPRENEURIALE* : la restructuration motive l'opération mais on note, de plus, une **focalisation sur la cible et son personnel**; c'est-à-dire une prise en considération des problèmes humains induits par la réorganisation. Cette classe est le reflet de la prise en compte du phénomène culturel et des problèmes posés par l'intégration des entreprises rachetées. L'offre s'inscrit dans un processus stratégique global où la restructuration est l'objet de l'offre publique mais où l'attention portée à la cible est au cœur de la réussite de l'opération (sans toutefois la garantir).

\* *LA LOGIQUE CAPITALISTIQUE* : l'offre est motivée par la volonté de **réorganiser le capital de la société cible pour réaliser la fermeture de son capital** en protégeant les intérêts des actionnaires minoritaires et/ou **réorganiser l'organigramme de participation d'un groupe**. Dans ce type d'opération, l'initiateur détient déjà le contrôle de la cible et utilise plus spécialement l'offre publique d'échange.

\* *LA LOGIQUE FINANCIERE - SECTEUR ASSURANCE* : la dynamique des offres du secteur de l'assurance **s'inscrit dans le cadre d'une logique financière mais est fortement influencée par son appartenance sectorielle**. Ainsi le secteur de l'Assurance en France a été caractérisé par de nombreux regroupements destinés à la constitution de groupes s'inscrivant à l'intérieur d'une politique de croissance et d'élargissement de l'offre afin de couvrir l'ensemble des prestations d'assurance disponibles (vie, dommages, prévoyance...). L'émergence de la bancassurance n'apparaît pas ici dans la mesure où, d'une part, ce mouvement est trop récent pour l'échantillon étudié, et, d'autre part, les échanges de participation ont été utilisés de préférence aux offres publiques.

\* *LA LOGIQUE FINANCIERE - SECTEUR IMMOBILIER* : le secteur Immobilier se distingue de la même façon que le secteur de l'Assurance, mais son objet est différent. Si la constitution d'acteurs puissants sur le marché immobilier est recherchée, l'implication dans un processus de création de valeur plus capitalistique, la recherche de plus-value à court terme s'impose comme une explication majeure de sa singularité.

# L'ARTICULATION DES LOGIQUES GENERIQUES



## *B. LES LOGIQUES DE MOTIVATION MANAGERIALES*

\* *LA LOGIQUE INDUSTRIELLE* : les offres sont motivées par la **nécessité d'un développement industriel pour maintenir ou acquérir un leadership face à ses concurrents** et caractérisées par :

- une **internationalisation** et, notamment, la prise en compte de la **perspective du marché unique européen**,
- une stratégie technologique,
- une stratégie de spécialisation.

Pour sa réussite et sa survie, l'entreprise s'appuie sur une maîtrise de la technologie et elle souhaite bénéficier de cet avantage concurrentiel en se développant à l'étranger sur des créneaux identiques au marché intérieur.

\* *LA LOGIQUE COMMERCIALE SPECIALISEE* : les offres s'expliquent par des considérations commerciales. Elles sont destinées à **étendre le réseau de distribution** en rachetant des entreprises **régionales** exerçant le même métier, en bénéficiant ainsi des synergies et en **augmentant le chiffre d'affaires total du groupe**.

\* *LA LOGIQUE COMMERCIALE DIVERSIFIEE* : elle s'inscrit aussi dans une logique commerciale mais prend en considération la possibilité, non seulement de se renforcer en **mettant en commun des compétences**, mais aussi de **se diversifier** vers d'autres secteurs.

\* *LA LOGIQUE MANAGERIALE - SECTEUR GRANDE DISTRIBUTION* : le secteur de la grande distribution **met en œuvre des offres motivées par une logique managériale mais qui se distinguent par leur appartenance sectorielle**. La croissance de la Grande Distribution en France réalisée, la plupart du temps, à partir d'une base régionale, est le fait de deux mouvements complémentaires, des implantations nouvelles (croissance interne) et une politique de croissance externe, de rapprochement intensive, voire à une diversification régionale afin de constituer des réseaux importants utilisant une centrale d'achat unique et ainsi créer des économies d'échelle importantes.

Ainsi, la partition souligne l'existence de deux grandes familles de logiques génériques de motivation : les logiques financière et managériale et les précise en développant leurs différentes variantes. La multiplicité des motivations confirme la complexité des enjeux liés aux offres publiques d'achat et d'échange et leur illustration par les caractéristiques des opérations permet de les apprécier plus précisément.

### 3.1.3.2. L'illustration des logiques génériques de motivation

L'illustration des logiques génériques de motivation à l'aide des variables qui ont été introduites (voir annexe n° 2) a permis de préciser les caractéristiques des opérations pour chacune d'entre elles :

— La logique de restructuration économique et financière est le fait d'opérations récentes (1985-1990) et non concurrentielles.

— La logique de restructuration partenariale a été menée à bien par offre publique d'achat et de façon concurrentielle durant toute la période étudiée.

— La logique de restructuration entrepreneuriale a été réalisée au moyen d'opérations récentes (1985-1990) par offre publique d'achat et de façon concurrentielle.

— La logique capitalistique comprend des opérations anciennes (1970-1980), amicales, non concurrentielles et réalisées par voie d'offre publique d'échange.

— La logique financière - secteur de l'assurance, concerne des opérations anciennes (1970-1980), hostiles et réalisées par voie d'offre publique d'échange.

— La logique financière - secteur de l'immobilier, conduit le plus souvent à l'échec ce que l'on peut relier au fait qu'il s'agit le plus souvent d'offres concurrentes.

— La logique industrielle est le fait d'opérations récentes (1985-1990), le plus souvent hostiles et la concurrence dont elles ont eu à souffrir les a conduites à l'échec. L'offre publique d'achat est le mode de paiement le plus usité dans ce cas.

— La logique commerciale spécialisée s'est heurtée pendant l'ensemble de la période à l'hostilité du management de la société cible et à des offres concurrentes qui ont précipité son échec. L'offre publique d'achat est le mode de paiement privilégié.

— La logique commerciale diversifiée, propre à la deuxième décennie étudiée (1980-1990) a souvent été concurrencée, ce qui n'a pas systématiquement conditionné son échec ou sa réussite. L'offre publique d'échange est le mode de paiement privilégié.

— La logique managériale - secteur de la grande distribution, observée sans discontinuité, associe hostilité du management de la société cible, concurrence et échec.



La caractérisation des différentes classes par les variables illustratives nous permet de noter deux éléments majeurs :

— Bien que certaines logiques génériques de motivation soient “*intemporelles*”, **il apparaît cependant que les motivations des offres publiques d’achat et d’échange ont considérablement évolué dans le temps**. Ainsi, les offres motivées par une logique managériale sont apparues pour l’essentiel lors de la dernière vague d’offres publiques (1985-1990), tandis que les logiques financières ont connu une mutation de logique capitalistique (1970-1980) en logique de restructuration (1985-1990).

— Les opérations hostiles sont la plupart du temps vouées à un échec imputable à une concurrence amicale quelle que soit la logique envisagée. D’autre part, les logiques managériales concentrent paradoxalement l’hostilité des managements des sociétés cibles au contraire des logiques financières. **Cette constatation suggère que les managements des sociétés cibles statueraient sur les offres en fonction de la situation de leur entreprise : s’ils la considèrent bien établie, ils sont amenés à la refuser et inversement ; l’indépendance est plus importante que d’éventuelles synergies.**

#### 3.1.4. La confrontation des résultats de l’A.F.C. et de la partition des logiques génériques : une validation et un enrichissement croisés.

La confrontation des résultats de l’A.F.C. n° 1 et de la partition consiste à replacer sur chacun des axes les centres des différentes classes significatifs pour vérifier que l’interprétation de ces axes concorde avec l’identification des classes<sup>(16)</sup> et à enrichir l’analyse des logiques de motivation (l’annexe n° 21 comprend les coordonnées et les valeurs tests pour chacune des classes sur chacun des 3 axes interprètes lors de l’A.F.C. nécessaires à cette confrontation).

##### A. L’axe n° 1 : la confirmation de l’opposition entre logiques financière et managériale.

Le tableau n° 52, ci-après, reprend, d’une part, les oppositions des logiques déterminées par l’A.F.C. et, d’autre part, le positionnement des classes significatives sur cet axe.

---

(16) Les centres de gravité des classes déterminés par la partition sont utilisés tels des variables illustratives et positionnés sur chacun des axes de l’AFC. Lorsque ces positionnements s’avèrent être significatifs, la confrontation entre eux et les axes permet, d’une part, de procéder à une validation (ou invalidation) croisée des interprétations croisées des axes et des classes et, d’autre part, de caractériser les oppositions ou les proximités entre les classes.

TABLEAU n° 52 : LA COMPARAISON DE L' A.F.C. N° 1 ET DE LA PARTITION SUR L'AXE n° 1

ANALYSE	CATEGORIE 1	CATEGORIE 2
A.F.C.	— Logique financière	— Logique managériale
PARTITION	— Logique capitalistique — Logique financière secteur Assurance — Logique financière secteur Immobilier	— Logique commerciale spécialisée — Logique industrielle — Logique managériale Grande Distribution

L'opposition constatée lors de l'A.F.C. n° 1 entre logique financière et logique managériale est amplement confirmée par la partition et, en dehors des considérations sectorielles, spécifie cette opposition, en distinguant logique commerciale, d'une part, logique commerciale spécialisée et logique industrielle, d'autre part. Par ailleurs, l'opposition logique financière/logique managériale ne concerne pas les logiques de restructuration qui, bien que d'essence financière, présentent des aspects managériaux indéniables.

B. L'axe ° 2 : la décomposition confirmée de la logique managériale

Le tableau n° 53, ci-après, présente de la même façon que précédemment les oppositions concernant l'axe n° 2.

TABLEAU n° 53 : LA COMPARAISON DE L' A.F.C. N° 1 ET DE LA PARTITION SUR L'AXE n° 2

ANALYSE	CATEGORIE 1	CATEGORIE 2
A.F.C.	— Logique commerciale	— Logique industrielle
PARTITION	— Logique managériale secteur Grande Distribution — Logique commerciale spécialisée	— Logique industrielle

La comparaison des données nous permet d'affirmer l'opposition entre logique industrielle et logique commerciale et confirme que cet axe correspond bien à une décomposition de la logique managériale mise en évidence par l'axe n° 1. D'autre part, elle met l'accent sur la proximité entre logique commerciale spécialisée et logique managériale du secteur de la grande distribution. Ainsi, le secteur de la grande distribution semble être le champ d'expression privilégié de la logique commerciale spécialisée, et ces logiques sont nettement différenciées de la logique industrielle au sein de la logique managériale. Au contraire, la logique commerciale diversifiée peut être considérée comme intermédiaire entre logiques industrielle et commerciale.

### C. L'axe n° 3 : la décomposition confirmée de la logique financière

Le tableau n° 54, ci-après, propose la comparaison de l'A.F.C. n° 1 et de la partition sur l'axe n° 3.

TABLEAU n° 54 : LA COMPARAISON DE L'A.F.C. n° 1 ET DE LA PARTITION SUR L'AXE n° 3

ANALYSE	CATEGORIE 1	CATEGORIE 2
A.F.C.	— Logique de la valeur (Immobilier)	— Logique de la géographie du capital (Assurance)
PARTITION	— Logique de restructuration économique et financière  — Logique financière Immobilier	— Logique capitalistique  — Logique financière Assurance

Une fois encore, les résultats de l'A.F.C. et de la partition coïncident. En effet, la logique de la valeur décelée par l'A.F.C. apparaît bien comme une combinaison de la logique de restructuration économique et financière et de la logique financière du secteur immobilier tandis que, de la même façon, la logique de la géographie du capital est l'expression de la rencontre entre logiques capitalistique et financière-assurance.

D'autre part, on remarque que la logique financière partenariale caractérisée lors de l'analyse de l'axe n° 3 de l'A.F.C. n° 2 semble être équivalente à la logique de restructuration partenariale de la partition, ce qui constitue un élément de validation supplémentaire de la partition.

### 3.1.5. L'analyse combinatoire : la mise en évidence de stratégies cohérentes de motivations explicites

L'analyse combinatoire croisant les 10 logiques génériques et les individus/textes a été réalisée en deux étapes :

- l'A.C.M.
- la classification des individus illustrée par les logiques génériques<sup>(17)</sup>

Cependant, ce ne sont pas les résultats de l'A.C.M. qui sont, ici, au centre de notre propos dans la mesure où les liens entre les différentes logiques ont déjà été identifiées. L'objet de notre problématique est de mettre en évidence les combinaisons des 10 logiques de motivation génériques au sein des motivations générales exprimées par les entreprises initiatrices des offres publiques afin de dégager des stratégies cohérentes et récurrentes.

Pour ce faire, 3 axes significatifs, expliquant 49,29 % de l'inertie totale (annexe n° 21) ont été retenus pour la C.A.H. Le tableau n° 55 reprend les valeurs propres, les pourcentages d'inertie de chacun des axes et leur cumul.

TABLEAU n° 55 : LES VALEURS PROPRES DE L'A.C.M.

AXE	VALEURS PROPRES*	POURCENTAGE D'INERTIE	POURCENTAGE CUMULE
1	0,2181	21,81	21,81
2	0,1468	14,68	36,49
3	0,1280	12,80	49,29

\* La somme des valeurs propres est égale à 1.

Une partition en 4 classes a été choisie à partir de l'histogramme des indices de niveau, de la description des nœuds de la hiérarchie et du dendrogramme (annexe n° 22). L'inertie interclasses après optimisation par les nuées dynamiques est de 66,70 %, ce qui garantit une excellente homogénéité des classes relevées. L'annexe n° 23 comprend la composition de chacune de ces classes.

Elles ont été caractérisées par la présence ou l'absence des logiques génériques de motivation (annexe n° 24) en tant que variables illustratives.

---

(17) L'ACM a été choisie de préférence à l'AFC. Dans le cas présent on ne croise plus les textes et les mots considérés comme deux variables qualitatives mais les textes et les 10 motivations génériques retenues, ce qui nécessite le recours à l'ACM qui permet de traiter plus de deux variables qualitatives. A chaque logique générique, deux modalités ont été associées : présence(1) ou absence(0) dans le texte. Pour ce faire, après avoir remplacé les fréquences absolues des mots dans les textes par leur présence ou absence, il a été considéré qu'une entreprise développait telle ou telle logique si l'on constatait la présence d'au moins la moitié des mots représentatifs de cette même logique dans le texte.

## A. LES STRATEGIES INDUSTRIELLES ET COMMERCIALES RESTRUCTURATRICES.

Les 50 entreprises de cette classe combinent, à divers degrés, 5 logiques génériques :

- . logique de restructuration économique et financière
- . logique de restructuration entrepreneuriale
- . logique industrielle
- . logique commerciale - secteur Grande Distribution
- . logique commerciale spécialisée

Ces logiques soulignent l'interdépendance entre les aspects financiers et managériaux. **La réussite des stratégies industrielle et/ou commerciale mises en œuvre à l'occasion du rachat envisagé est subordonné à la réalisation de synergies.** Ces opérations sont, le plus souvent, de nature horizontale et le regroupement peut conduire à des **restructurations économiques et financières** des entreprises cibles mais aussi initiatrices dans le but **d'améliorer la compétitivité du nouvel ensemble.**

On peut illustrer la stratégie des entreprises initiatrices des opérations par quelques exemples :

- l'OPE de CGEE ALSTHOM sur la CGEI LEPAUTE (1972) ;
- l'OPE des MINES DE BITUME ET D'ASPHALTE DU CENTRE (Groupe SCREG) sur la FEREM (1974) ;
- l'OPE de ARJOMARI PRIOUX sur les PAPETERIES CANSON & MONTGOLFIER (1976) ;
- l'OPE des GRANDS MOULINS DE PANTIN sur les MALTERIES FRANCO-BELGE (1980) ;
- L'OPA de CEGID sur la CCMC (1987) ;
- l'OPA de VALEO sur EPEDA BERTRAND FAURE (1988).

## B. LES STRATEGIES FINANCIERES RESTRUCTURATRICES

31 entreprises sont représentées dans cette classe et 5 logiques génériques sont concernées :

- . logique de restructuration partenariale
- . logique de restructuration économique et financière
- . logique de restructuration entrepreneuriale
- . logique capitalistique
- . logique financière - secteur de l'Assurance

Les entreprises initient des offres publiques d'achat et d'échange pour des motifs financiers où la restructuration économique et financière s'accompagne d'une restructuration capitalistique. **Les difficultés économiques et financières de l'entreprise cible nécessitent de nouveaux apports financiers, et, l'entreprise initiatrice qui détient déjà le contrôle de la société souhaite désintéresser les actionnaires minoritaires avant de s'engager plus avant financièrement.**

Les stratégies financières restructuratrices peuvent être éclairées par ces 4 exemples :

— l'OPE de la GENERALE OCCIDENTALE sur la COMPAGNIE FRANÇAISE HAUSSMANN qui était déjà contrôlée à hauteur de 67,3% (1974) ;

— l'OPE de la COMPAGNIE FRANÇAISE DES PETROLES sur la COMPAGNIE AUXILIAIRE DE NAVIGATION (1978). La participation détenue à l'origine par la CFP s'élevait à 85,18%.

— les R.E.S. de DARTY (1988) et BERGER LEVRAULT (1989).

## C. LES STRATEGIES COMMERCIALES

Les motivations des 25 entreprises de cette classe s'articulent autour des logiques commerciales spécialisées et de la grande distribution sans qu'aucune logique industrielle ne soit en jeu. A la différence des deux cas précédents, **la réussite de la stratégie commerciale ne nécessite pas de processus de restructuration de la cible.** Il s'agit d'un regroupement de compétences régionales au service de la croissance des parties concernées.

Les stratégies commerciales, bien qu'étant le fait majoritairement des entreprises appartenant au secteur de la grande distribution, peuvent aussi être le fait d'autres secteurs comme celui des vins et spiritueux où la possession de marques est déterminante comme l'indiquent ces 5 exemples :

— l’OPA de MOËT-HENNESSY sur le CHAMPAGNE POMMERY ET GRENO (1973)

— l’OPE de RADAR sur PARIS-FRANCE (1979) ;

— l’OPA de la SFPIC sur la RUCHE PICARDE (1980) ;

— l’OPA de G.H. MUMM (Groupe SEAGRAM) (1988) sur MARTELL ;

— l’OPA/E de AU PRINTEMPS sur LA REDOUTE (1988).

#### D. LES NON-STRATEGIES

La plus importante des 4 classes (107 entreprises) se distingue par l’absence de référence aux logiques génériques mises en évidence. Cela peut être expliqué grâce à deux éléments :

- l’absence de motivation explicite : les discours pêchent par manque de contenu qualitatif et se cantonnent dans le généraliste. Dans ce cas de figure, on peut envisager, d’une part, un désintérêt des entreprises initiatrices pour la rédaction de la note d’information dans la mesure où, par exemple, l’opération est le fruit d’un consentement et d’une volonté mutuels, ce qui ramène la note d’information au rang d’obligation formelle, et, d’autre part, un impératif de confidentialité au sens où les entreprises initiatrices ne souhaitent pas divulguer l’intégralité de leurs intentions aux entreprises cibles et/ou entreprises concurrentes ;

- le caractère restrictif des choix méthodologiques : le remplacement des fréquences absolues en deux modalités (présence/absence) et le seuil de 50 % des mots représentatifs ont “déqualifié” les motivations. Lorsque l’on considère la dispersion de la taille des textes étudiés que nous avons signalée<sup>(18)</sup>, on constate nécessairement que la méthodologie adoptée est défavorable aux textes de faible longueur. Dans cette hypothèse, il ne s’agit pas alors d’une non-stratégie, mais d’une insuffisance du traitement adopté. **Cela ne remet pas en cause la pertinence de ce traitement car il intervient en complément d’une problématique de plus grande ampleur** afin de mettre en évidence les combinaisons de logiques les plus fréquentes.

---

(18) Les textes contiennent de 13 à 85 mots distincts. Pour plus de précision, on peut se reporter au tableau n° 33 qui présente sous la forme d’un encadré technique les caractéristiques statistiques détaillées des textes.

Cette dernière remarque souligne la qualité des résultats obtenus pour les trois précédentes classes. D'autre part, sa pertinence est attestée par sa cohérence avec les résultats de l'AFC n° 1, ses conclusions coïncidant avec les interprétations des deux premiers axes.

L'ensemble des traitements pratiqués nous amène à dresser un panorama des motivations explicites des offres publiques d'achat et d'échange en France de 1970 à 1990.



**CONCLUSION : LE PANORAMA DES MOTIVATIONS EXPLICITES DES OFFRES PUBLIQUES D'ACHAT ET D'ECHANGE EN FRANCE DE 1970 à 1990: L'EMERGENCE D'UN INSTRUMENT DE LA GESTION STRATEGIQUE DES ENTREPRISES.**

L'analyse inédite des motifs explicites des offres publiques d'achat et d'échange en France tels qu'ils ont été exprimés par les firmes initiatrices dans les notes d'information de 1970 à 1990 nous a permis, à l'aide d'une méthodologie originale, la lexicométrie, de mettre en évidence dix logiques génériques de motivations explicites différenciées et homogènes :

- la logique de restructuration économique et financière,
- la logique de restructuration entrepreneuriale,
- la logique de restructuration partenariale,
- la logique capitalistique,
- la logique financière, secteur de l'assurance,
- la logique financière, secteur de l'immobilier,
- la logique industrielle,
- la logique commerciale spécialisée,
- la logique commerciale diversifiée,
- la logique managériale, secteur de la grande distribution.

Ces logiques s'articulent autour de l'opposition souvent avancée mais jamais validée jusqu'alors entre logique financière et logique managériale.

Par ailleurs, les motivations des offres publiques d'achat et d'échange ont évolué au cours de la période étudiée : les logiques managériales sont apparues récemment et les logiques financières s'ordonnent aujourd'hui autour des processus de restructuration dont la connotation managériale est manifeste. **Ainsi, les offres publiques d'achat et d'échange autrefois vouées à des objectifs financiers/capitalistiques semblent être devenues des instruments de la gestion stratégique des entreprises**<sup>(19 et 20)</sup>.

---

(19) Cette constatation est en accord avec les conclusions que R. MØRCK, A. SHLEIFER & R.W. VISHNY (1989), K.G. PALEPU (1986) et B. GRAND (1990) qui soulignent l'évolution dans le temps des variables explicatives en les liant au cycle sectoriel. Cependant, notre constat est différent au sens où il dépasse la simple incidence sectorielle et lui substitue une véritable évolution comportementale.

(20) Le rôle des OPA en tant qu'instrument de la gestion stratégique des entreprises est confirmée par R. MØRCK, A. SHLEIFER et R.W. VISHNY (1988) et par de nombreuses études consacrées à l'efficacité des stratégies d'OPA qui mettent en avant la volonté de profiter des synergies (**théorie de l'efficience**).

**Ceci conforte la législation libérale dont s'est dotée la France, d'autant plus que l'opposition des sociétés cibles argumentée sur l'opposition à une logique de restructuration financière apparaît surtout motivée par une volonté d'indépendance exploitée par les chevaliers blancs.**

A partir de ces 10 logiques génériques, nous avons pu distinguer 3 stratégies homogènes et récurrentes de motivation :

- . la stratégie industrielle et commerciale restructuratrice
- . la stratégie financière restructuratrice
- . la stratégie commerciale

Outre la différenciation entre les motivations financières et managériales, **ces stratégies soulignent la volonté restructuratrice des offres publiques d'achat et d'échange<sup>(21)</sup>, ce qui s'inscrit dans le cadre de la vision libérale des offres publiques d'achat et d'échange<sup>(22)</sup>.**

Enfin, au delà de ces trois stratégies principales, les 6 motivations générales relevées rappellent la **diversité des motivations exprimées** par les entreprises initiatrices et **l'impact notoire de l'appartenance sectorielle** :

- . la motivation entrepreneuriale de développement international
- . la motivation financière de restructuration capitalistique
- . la motivation financière de restructuration capitalistique, secteur de l'assurance
- . la motivation financière de valorisation, secteur de l'immobilier
- . la motivation managériale
- . la motivation managériale commerciale.

Compte-tenu de la qualité des résultats obtenus, **l'obligation de publicité des motifs de l'opération apparaît positive**. On peut, néanmoins, se demander s'il ne serait pas nécessaire d'en normaliser plus avant le contenu afin d'obtenir des éléments d'appréciation plus approfondis. A cet égard, la présentation d'une stratégie à 3 ou 5 ans et d'un chiffrage de celle-ci serait bienvenue. Outre que les investigations de la COB en seraient facilitées, ces indications éclairciraient notablement les motivations des initiateurs.

Cet a priori favorable pour la procédure d'offre publique, devra maintenant être confrontée aux motivations implicites et à une mesure de son efficacité.

---

(21) S. CHATERJEE (1992) a de la même façon distingué les politiques de restructuration et les opérations avec synergies.

(22) On peut se reporter à M. REFAIT (1991) pour consulter une démarche conciliant la volonté restructuratrice des OPA et la vision libérale des offres publiques. Par ailleurs, la volonté restructuratrice s'apparente à la **théorie de l'agence** dont la réalité a déjà été testée positivement par R. MØRCK, A. SHLEIFER & R.W. VISHNY (1988), B. GRAND (1990) et K. LEHN & M.L. MITCHELL (1990).

### 3.2. LES MOTIVATIONS ET LES RAISONS IMPLICITES DES OFFRES PUBLIQUES EN FRANCE DE 1970 à 1990

La présentation des résultats s'articule autour de deux axes complémentaires :

- les motivations des offres publiques d'achat et d'échange (3.2.1.) ;
- les raisons des offres publiques d'achat et d'échange (3.2.2.).

Le tableau n° 56 propose à nouveau le processus méthodologique restreint à l'analyse des motivations et raisons implicites.

Tableau n° 56 : LE PROCESSUS METHODOLOGIQUE D'ANALYSE DES MOTIVATIONS ET RAISONS IMPLICITES.

	<i>OBJET</i>	<i>ECHANTILLON</i>	<i>VARIABLES</i>	<i>TRAITEMENTS STATISTIQUES</i>
ANALYSE DES MOTIVATIONS IMPLICITES	Motivations générales (3.2.1.1.1.)	27 Entreprises initiatrices 1970/1985	7 indicateurs de 1er et 7 de 2ème ordres	Test de WILCOXON-MANN- WHITNEY
	Motivations générales (3.2.1.1.2.)	13 Entreprises initiatrices 1987/1990 (avec pairage)	12 indicateurs de 1er ordre	Régression LOGIT
			12 indicateurs de 1er et 7 de 2ème ordres	Test de WILCOXON-MANN- WHITNEY
	Motivations spécifiques (3.2.1.2.1.)	27 Entreprises initiatrices 1970/1985	7 indicateurs de 1er et 7 de 2ème ordres	. A.C.P. . C.A.H. . Nuées dynamiques
Motivations spécifiques (3.2.1.2.2.)			13 Entreprises initiatrices 1987/1990	12 indicateurs de 1er et 7 de 2ème ordres . A.C.P. . C.A.H. . Nuées dynamiques
ANALYSE DES RAISONS IMPLICITES	Raisons générales (3.2.2.1.1.)	68 Entreprises cibles 1970/1985	7 indicateurs de 1er et 7 de 2ème ordres	Test de WILCOXON-MANN- WHITNEY
	Raisons générales (3.2.2.1.2.)	32 Entreprises cibles 1987/1990 (avec pairage)	12 indicateurs de 1er ordre	Régression LOGIT
			12 indicateurs de 1er et 7 de 2ème ordres	Test de WILCOXON-MANN- WHITNEY
	Raisons spécifiques (3.2.2.2.1.)	68 Entreprises cibles 1970/1985	7 indicateurs de 1er et 7 de 2ème ordres	. A.C.P. . C.A.H. . Nuées dynamiques
Raisons spécifiques (3.2.2.2.2.)			32 Entreprises cibles 1987/1990	12 indicateurs de 1er et 7 de 2ème ordres . A.C.P. . C.A.H. . Nuées dynamiques

**3.2.1. Les motivations des offres publiques d'achat et d'échange : les offres publiques d'achat et d'échange sont un instrument au service de la stratégie des entreprises initiatrices.**

**3.2.1.1. Les motivations générales : l'émergence d'un instrument stratégique au service du développement des entreprises initiatrices**

Compte-tenu de la scission de la période d'observation en deux sous-périodes, les résultats pour 1970-1985 et 1987-1990 sont proposés successivement avant d'être confrontés<sup>(23)</sup>.

*3.2.1.1.1. Les motivations générales 1970/1985 : des investigations peu convaincantes.*

Les investigations pratiquées à l'aide du test univarié de WILCOXON-MANN-WHITNEY ont consisté à comparer les indicateurs de premier ordre mesurés 5, 4, 3, 2 et 1 ans avant l'opération sur les entreprises initiatrices. Ainsi, nous avons comparé les données mesurées :

- 5 et 4 ans avant l'opération ;
- 4 et 3 ans avant l'opération ;
- 3 et 2 ans avant l'opération ;
- 2 et 1 ans avant l'opération ;
- 5 et 1 ans avant l'opération.

Ceci, afin de déterminer s'ils avaient connu une évolution en cours de période, et, dans cette hypothèse, la dater de façon précise ou bien s'il s'agissait d'une évolution régulière.

**Cependant, aucune évolution significative des indicateurs concernés n'a été enregistrée pendant cette période comme l'indique le tableau n° 57 (les résultats complets sont consignés dans l'annexe n° 26).**

---

(23) Cette scission s'explique par la non-homogénéité des variables utilisées qui s'appuient sur des comptes non consolidés pour la période 1970-1985 et consolidés pour 1987-1990. De plus, les indicateurs retenus sont différents pour les deux périodes.

TABLEAU n° 57 : LES TESTS DE COMPARAISON DES INDICATEURS DE PREMIER ORDRE POUR LES ENTREPRISES INITIATRICES (1970-1985)<sup>(a)</sup>

VARIABLES	N-5/N-4	N-4/N-3	N-3/N-2	N-2/N-1	N-5/N-1
Chiffre d'affaires	0,82	0,55	0,49	0,73	0,18
Logarithme total actif	0,86	0,65	0,76	0,63	0,24
Résultat net / Chiffre d'affaires	0,88	0,56	0,58	0,66	0,44
Chiffre d'affaires / Total actif	0,96	0,84	0,86	0,62	0,88
Dettes à long et moyen terme / Actif total	0,87	0,90	0,99	0,80	0,84
Dettes à long et moyen terme / Capitaux propres	0,97	0,46	0,99	0,74	0,27
Résultat net / Capitaux propres	0,68	0,95	0,84	0,88	0,91

(a) Les valeurs présentées correspondent à la significativité des différences existantes obtenues à l'aide du Test de WILCOXON-MANN-WHITNEY. Elles sont significatives lorsqu'elles sont inférieures ou égales à 0,10 (soit 10%). Le test de WILCOXON-MANN-WHITNEY compare non pas les moyennes mais les rangs qui ne sont pas présentés ici ne pouvant donner lieu à aucune interprétation directe. La valeur N correspond à l'année de réalisation de l'offre publique, et N-1, par exemple, à un an avant l'opération.

Trois explications sont envisageables :

- L'existence d'évolutions divergentes, ce qui justifie notre volonté de recherche de motivations spécifiques ;
- L'absence d'une réelle évolution que l'on peut interpréter comme un échec de l'objectif de révéler des motivations implicites à partir de données d'origine comptable dans le cas présent ;
- L'insuffisance de l'échantillon, 27 entreprises, et/ou de la technique statistique.

L'utilisation d'un indicateur de second ordre nous a, néanmoins, apporté quelques enseignements (tableau n° 58).

TABLEAU n° 58 : LES TESTS DE COMPARAISON DES INDICATEURS DE PREMIER ORDRE PAR RAPPORT AUX INDICATEURS DE SECOND ORDRE POUR LES ENTREPRISES INITIATRICES (1970-1985)<sup>(a)</sup>

VARIABLES	Mode de paiement (OPE/OPA)
Chiffre d'affaires	0,88
Logarithme total actif	1
Résultat net / Chiffre d'affaires	0,66
Chiffre d'affaires / Total actif	0,85
Dettes à long et moyen terme / Actif total	0,41
Dettes à long et moyen terme / Capitaux propres	0,08*
Résultat net / Capitaux propres	0,29
Nature de l'opération (amicale / hostile)	0,08*
Mode de paiement (OPE / OPA)	—
Pourcentage du capital détenu avant l'opération	0,29
Pourcentage du capital obtenu après l'opération	0,04**

(a) Les indicateurs de premier ordre ont été pris en compte un an avant l'opération.

\* significatif à 10%

\*\* significatif à 5%

\*\*\* significatif à 1%

Les offres publiques d'achat ont été initiées par des entreprises avec un levier financier plus faible (avec des capacités d'endettement plus élevées) pour un pourcentage obtenu plus réduit et de façon plus hostile par rapport aux offres publiques d'échange.

#### 3.2.1.1.2. *Les motivations générales 1987-1990 : la mise en évidence d'un processus stratégique dominant.*

Les motivations générales pour la période 1987/1990 ont été appréhendées de deux façons complémentaires sur la base d'un échantillon de 13 entreprises initiatrices couplées à 13 entreprises témoins :

— Une démarche statique où l'on s'interroge sur les caractéristiques distinctives des entreprises initiatrices 3, 2 et 1 ans avant l'opération ;

— Une démarche dynamique où l'on s'intéresse à la genèse de ces caractéristiques distinctives dans le temps en analysant leurs évolutions de 3 ans à 1 an avant l'opération.

#### A. LA DEMARCHE STATIQUE

La démarche statique s'appuie sur 9 ratios et a successivement fait appel à des traitements univariés et multivariés.

L'analyse univariée (annexe n° 27) indique une exploitation obérée par les charges de personnel (charges de personnel/valeur ajoutée) pour les entreprises initiatrices (tableau n° 59).

TABLEAU n° 59 : LES RESULTATS DE L'ANALYSE UNIVARIEE STATIQUE  
(ENTREPRISES INITIATRICES, 1987-1990)<sup>(a)</sup>

VARIABLES	N-1
Résultat net / capitaux propres	0,14
Excédent brut d'exploitation / Chiffre d'affaires	0,13
Valeur ajoutée / Chiffre d'affaires	0,43
Charges de personnel / Valeur ajoutée	0,06*
Besoin en fonds de roulement / Chiffre d'affaires	0,98
Dividendes / Résultat net	0,94
Chiffre d'affaires / Actif total	0,46
Dettes financières / Actif total	0,82
Capitaux propres / Dettes financières	0,94

(a) Les résultats pour N-2 et N-3 ne sont pas présentés, aucune différence significative entre les entreprises initiatrices et les entreprises témoins n'apparaissant.

\* significatif à 10%

\*\* significatif à 5%

\*\*\* significatif à 1%

L'analyse multivariée (annexe n° 28), dont les principaux résultats sont contenus dans le tableau n° 60, constate que les entreprises initiatrices ne se distinguent qu'un an avant l'opération.

TABLEAU n° 60 : LES REGRESSIONS LOGIT DES MOTIVATIONS GÉNÉRALES 1987/1990 UN AN AVANT L'OPÉRATION

VARIABLES	MODELES	
	1	2
Constante	—16,32	—4,86
Résultat net / Capitaux propres	29,05	—
Excédent brut d'exploitation/Chiffre d'affaires	—195,98*	—50,57**
Valeur ajoutée / Chiffre d'affaires	30,1*	9,44*
Charges de personnel / Valeur ajoutée	—	—
Besoins en fonds de roulement/Chiffre d'affaires	8,22	—
Dividendes / Résultat net	—7,22	—
Chiffre d'affaires / Actif total	—	—
Dettes financières / Actif total	37,91*	12,41*
Capitaux propres / Dettes financières	10,08	2,48*
— 2 log (RV)	16,46**	9,89**
R2	38,77%	27,78%

\* significatif à 10%

\*\* significatif à 5%

\*\*\* significatif à 1%

La qualité de ces deux modèles est confirmée par le test du ratio de vraisemblance, significatif à 5 % dans les deux cas, ainsi que par les R2 : les modèles expliquent 38,77% et 27,78% de la variance, ce qui n'exclut pas pour autant l'existence de motivations spécifiques.

**On constate que les entreprises initiatrices se distinguent des entreprises témoins un an avant l'offre publique d'achat ou d'échange par :**

— **Une performance économique supérieure (VA/CA) qui ne s'est pas encore concrétisée (EBE/CA) sans doute en raison d'une évolution qualitative de la main-d'œuvre (charges de personnes/valeur ajoutée - analyse univariée) ;**

— **Une augmentation du financement de haut de bilan plus marquée pour les fonds propres que pour les dettes (Dettes financières/Actif total et Capitaux propres/dettes financières) afin de préparer l'acquisition future.**



Par ailleurs, le comportement des entreprises initiatrices, sans confrontation avec les entreprises témoins, a pu être détaillé par l'intermédiaire des indicateurs de second ordre (tableau n° 61 et annexe n° 29).

TABLEAU n° 61 : LES TESTS DE COMPARAISON DES INDICATEURS DE PREMIER ORDRE PAR RAPPORT AUX INDICATEURS DE SECOND ORDRE POUR LES ENTREPRISES INITIATRICES (1987-1990)<sup>(a)</sup>

VARIABLES	Mode de paiement (OPE/OPA)	Nbre d'initiateurs (1 ou > 1)
Résultat net / Capitaux propres	0,30	0,87
Excédent brut d'exploitation/Chiffre d'affaires	0,04**	1,00
Valeur ajoutée/Chiffre d'affaires	0,06*	0,74
Charges de personnel/Valeur ajoutée	0,14	0,87
Besoin en fonds de roulement/Chiffre d'affaires	0,24	0,09*
Dividendes/Résultat net	0,51	0,73
Chiffre d'affaires	0,77	0,18
Chiffre d'affaires/Total actif	0,11	0,09*
Logarithme total actif	0,77	0,06*
Dettes financières/Actif total	0,88	0,73
Capitaux propres/Dettes financières	0,24	0,73
Nature de l'opération (amicale/hostile)	0,84	0,05**
Mode de paiement (OPE/OPA)	—	0,84
Nombre d'initiateur (1 ou > 1)	0,84	—
Pourcentage de capital détenu avant l'opération	0,76	0,06*
Pourcentage de capital obtenu	0,19	0,73

(a) Les indicateurs de premier ordre ont été pris en considération un an avant l'opération.

\* significatif à 10%

\*\* significatif à 5%

\*\*\* significatif à 1%

— Les entreprises initiant des offres concurrentielles, au nombre de 3, se caractérisent par :

- une taille supérieure ;
- une activité inférieure ;
- l'hostilité de leur offre ;
- un BFR supérieur ;
- une participation initiale supérieure.

Ainsi, on peut raisonnablement penser que **des entreprises importantes souhaitent redynamiser leur activité, caractérisée par une exploitation tendue, en rachetant une société extérieure**<sup>(24)</sup>. A cet effet, elles préparent leur opération en prenant une participation initiale et ne sont pas rebutées par l'hostilité de l'équipe dirigeante de la société cible ;

— Les offres publiques d'achat, au nombre de 8, sont initiées par des entreprises aux performances économiques inférieures (EBE/CA et VA/CA), par rapport aux initiatrices d'offres publiques d'échange, et elles peuvent donc moins facilement user de la procédure d'OPE.

La démarche statique nous a permis de caractériser les motivations générales des entreprises initiatrices pour la période 1987-1990 : **les entreprises initiatrices semblent s'inscrire dans un processus stratégique planifié** où l'offre publique d'achat ou d'échange s'appuie sur des **structures d'exploitation et financière performantes** qui permettent aux entreprises de préparer leurs acquisitions par :

- l'embauche de personnel qualifié en vue d'un transfert de compétences ;
- la mobilisation des fonds nécessaires aux rachats.

De plus, une motivation plus spécifique de **rattrapage** a été soulignée ce qui confirme, au delà de cette première phase, la diversité des motivations.

## B. LA DEMARCHE DYNAMIQUE

La démarche dynamique est destinée à préciser la démarche statique en introduisant une nuance évolutive. Pour ce faire, les évolutions de 12 caractéristiques financières des entreprises initiatrices et témoins ont été analysées de 3 à 1 an et de 2 à 1 an avant l'opération.

L'analyse univariée de n-3 à n-1 (annexe n° 30) met en avant l'évolution plus faible de l'activité des entreprises initiatrices et, celle de n-2 à n-1 (annexe n° 30) constate l'évolution plus rapide des charges de personnel. Les résultats sont présentés dans le tableau n° 62.

---

(24) Cette volonté de rattrapage a déjà été soulignée par J. ALLOUCHE (1981) pour la croissance externe et pour une période d'analyse similaire en France.

TABLEAU n° 62 : LES RESULTATS DE L'ANALYSE UNIVARIEE DYNAMIQUE  
(ENTREPRISES INITIATRICES 1987-1990)

VARIABLES	N-3 / N-1	N-2 / N-1
Résultat net / Capitaux propres	0,59	0,40
Excédent brut d'exploitation/Chiffre d'affaires	0,90	0,66
Valeur ajoutée/Chiffre d'affaires	0,90	0,56
Charges de personnel/Valeur ajoutée	0,14	0,09*
Besoin en fonds de roulement/Chiffre d'affaires	0,89	0,94
Cours moyen	0,43	0,70
Dividendes résultat net	0,82	0,96
Chiffre d'affaires	0,86	0,94
Chiffre d'affaires / Actif total	0,02**	0,25
Logarithme Actif total	0,13	0,17
Dettes financières / Actif total	0,63	0,52
Capitaux propres / Dettes financières	0,32	0,52

\* significatif à 10%

\*\* significatif à 5%

\*\*\* significatif à 1%

L'analyse multivariée (annexe n° 31) est reproduite dans les tableaux n° 63 et 64 ci-après.

TABLEAU n° 63 : LA REGRESSION LOGIT DES MOTIVATIONS GENERALES 1987/1990 de N-3 À N-1

VARIABLES	MODELE 1
Constante	—0,4
Résultat net/Capitaux propres	—
Excédent brut d'exploitation/Chiffre d'affaires	—
Valeur ajoutée/Chiffre d'affaires	—
Charges de personnel/Valeur ajoutée	3,99*
Besoins en fonds de roulement/Chiffre d'affaires	—
Cours moyen	—
Dividendes/Résultat net	—
Chiffre d'affaires	—
Chiffre d'affaires/Actif total	2,44**
Log Actif total	10,99**
Dettes financières/Actif total	—
Capitaux propres/Dettes financières	—
—2log(RV)	14,32**
R2	35,51%

\* significatif à 10%

\*\* significatif à 5%

\*\*\* significatif à 1%

La qualité du modèle est attestée par le test du ratio de vraisemblance, significatif à 1%, et le R2 de 35,51%. L'évolution des caractéristiques des entreprises initiatrices se singularise par une croissance des actifs sans conséquence sur celle de l'activité, au contraire, et par un accroissement des charges de personnel.

TABLEAU n° 64 : LES REGRESSIONS LOGIT DES MOTIVATIONS  
 GENERALES 1987/1990 de n-2 à n-1.

VARIABLES	MODELES	
	1	2
Constante	—0,1	—0,14
Résultat net/Capitaux propres	—0,7	—
Excédent brut d'exploitation/chiffre d'affaires	—	—
Valeur ajoutée/Chiffre d'affaires	37,22*	13,09
Charges de personnel/valeur ajoutée	28,73**	22,88**
Besoins en fonds de roulement/Chiffre d'affaires	—	—
Cours moyen	—2,04	—
Dividendes/Résultat net	—	—
Chiffre d'affaires	—14,37*	—
Chiffre d'affaires/Actif total	—	—8,56*
Log Actif total	178,92*	—
Dettes financières/Actif total	—5,98	—
Capitaux propres/Dettes financières	—7,68	—
—2log(RV)	15,77**	9,96**
R2	37,75%	27,70%

\* significatif à 10%

\*\* significatif à 5%

\*\*\* significatif à 1%

Les modèles sont significatifs à 5% et les R2 suffisamment élevés dans la mesure où les modèles expliquent respectivement 37,75% et 22,70% de la variance. Ils confirment les évolutions constatées par le modèle précédent en termes de sous-utilisation des actifs et d'accroissement des charges de personnel. Ils les complètent en notant l'apparition d'une performance économique supérieure (VA/CA).

La confrontation des résultats des analyses statiques et dynamiques nous permet de préciser les motivations générales des entreprises initiatrices pour la période 1987/1990.

**L'hypothèse d'un processus stratégique planifié semble se confirmer dans la mesure où l'on constate une augmentation des actifs soutenue pendant les trois années précédant l'offre publique d'achat ou d'échange ce qui correspond à la mobilisation des fonds nécessaires au rachat. D'autre part, les entreprises initiatrices souffrent d'un déficit de croissance en dépit d'une performance de l'outil de production supérieure. Les offres publiques d'achat et d'échange semblent être les**

**instruments stratégiques d'une recherche de nouveaux gisements de croissance appuyée par :**

- une situation économique des entreprises initiatrices favorable : la comparaison avec les entreprises témoins dénote une performance économique supérieure (VA/CA) un an avant l'opération, ce qui distingue les entreprises initiatrices au sein de leur secteur d'activité ;
- la constitution d'une capacité d'investissement : l'augmentation du financement de haut de bilan plus marquée pour les fonds propres que pour les dettes permet de générer une trésorerie importante en prévision d'une acquisition future ;
- une gestion prévisionnelle des compétences : l'accroissement des charges de personnel et le recrutement d'un personnel qualifié s'inscrivent dans l'optique d'une acquisition anticipée au sens où un transfert de compétences sera nécessaire pour réussir l'intégration de la société cible.

En l'absence d'une réelle détermination de motivations générales pour la période 1970-1985, on ne peut conclure à la représentativité de ces résultats pour la période 1970-1990. D'autre part, l'existence ou l'absence de motivations générales n'exclut pas l'existence de motivations spécifiques.

### 3.2.1.2. Les motivations spécifiques : la confirmation du rôle instrumental des offres publiques d'achat et d'échange dans le cadre des stratégies des entreprises initiatrices.

A l'instar des motivations générales, les motivations spécifiques ont été analysées séparément pour les périodes 1970-1985 et 1987-1990.

#### 3.2.1.2.1. *Les motivations spécifiques 1970-1985 : la mise en évidence de comportements motivés par la performance économique et nuancés par la taille des entreprises.*

L'échantillon de 27 entreprises initiatrices a été repris pour déterminer les motivations spécifiques ; cependant, deux entreprises ont dû être éliminées de l'analyse en raison de caractéristiques trop excentrées : l'Auxiliaire d'entreprise (S.A.E.) et la Compagnie Française des Pétroles (C.F.P.).

Les indicateurs de premier ordre ont été utilisés en tant que variables actives tandis que les indicateurs de second ordre ont été choisis comme variables illustratives. Les indicateurs de premier ordre ont été mesurés 1 an avant l'opération. Nous étudierons successivement les résultats de l'A.C.P. normée et de la classification.

#### A. L'A.C.P. : LA FOCALISATION SUR LE FACTEUR DETERMINANT DE LA TAILLE

Trois axes significatifs ont été retenus qui expliquent 84,33 % de l'inertie totale. Le tableau n° 65 reprend les pourcentages d'inertie pour chacun des axes et leur cumul. L'annexe n° 32 contient les résultats statistiques de l'A.C.P.

TABLEAU n° 65 : L'INERTIE EXPLIQUEE PAR LES AXES DE L'A.C.P.

AXE	POURCENTAGE D'INERTIE	POURCENTAGE CUMULE
1	38,68%	38,68%
2	24,31%	62,99%
3	21,84%	84,83%

L'interprétation de chacun de ces axes a été réalisée à l'aide des coefficients de corrélation entre les variables actives et chacun des axes. On remarque que les coordonnées sont égales à ces corrélations, en effet, le choix d'une ACP normée a été nécessaire pour tenir compte des caractéristiques des variables dont les écarts types, les

moyennes et les unités étaient très différentes. Dans le cadre de notre analyse, la valeur d'arrêt des coefficients de corrélation pour l'interprétation des axes a été fixée à 0,5.

### A.1. L'AXE n° 1 : L'OPPOSITION ENTRE UNE LOGIQUE DE TAILLE ET UNE LOGIQUE FINANCIERE

L'axe n° 1 oppose deux catégories de variables représentées dans le tableau n° 66.

TABLEAU n° 66 : LES VARIABLES CARACTERISTIQUES DE L'AXE n° 1

VARIABLES	CATEGORIE 1	CATEGORIE 2
ACTIVES	<ul style="list-style-type: none"> <li>• C.A.</li> <li>• Actif total</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• DLMT/Actif total</li> <li>• DLMT/Capitaux propres</li> <li>• RN/Capitaux propres</li> </ul>
ILLUSTRATIVES	<ul style="list-style-type: none"> <li>• participation initiale inférieure à 50 %</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• participation initiale supérieure à 50 %</li> </ul>

L'analyse des variables actives et illustratives significatives nous permet d'interpréter l'axe n° 1 qui explique 38,68 % de l'inertie totale. On constate une opposition entre deux logiques :

— **une logique de taille** où l'offre publique d'achat ou d'échange peut être interprétée comme la réponse à deux volontés :

- **une volonté de domination accrue du marché domestique** par le rachat préventif d'un concurrent ;
- **une volonté de diversification** destinée à trouver des relais à la croissance de la société et à répartir les risques.

— **une logique financière** où l'opération correspond à un objectif de fermeture de capital de la part d'entreprises de taille plus faible qui utilisent l'effet de levier financier pour optimiser leur performance financière.



**A.2. L'AXE N° 2 : LA CONFIRMATION DU CARACTERE DISCRIMINANT DE LA TAILLE DANS LE COMPORTEMENT DES ENTREPRISES INITIATRICES**

L'axe n° 2 qui exprime 24,31 % de l'inertie totale confirme le caractère discriminant de la taille pour les motivations des entreprises initiatrices comme l'indique le tableau n°67.

TABLEAU n° 67 : LES VARIABLES CARACTERISTIQUES DE L'AXE n° 2

VARIABLES	CATEGORIE 1	CATEGORIE 2
ACTIVES	—	<ul style="list-style-type: none"> <li>• CA</li> <li>• Actif total</li> <li>• DLMT/CP</li> </ul>

D'autre part, on note que l'utilisation de l'effet de levier n'est pas une prérogative des entreprises de faible taille.

**A.3. L'AXE n° 3 : L'OPPOSITION ENTRE LES LOGIQUES DE PERENNISATION DE LA PERFORMANCE ET DE CONSOLIDATION DE LA CROISSANCE DE L'ACTIVITE**

L'axe n° 3 reprend 21,84 % de l'inertie totale et scindent les variables en deux catégories présentées dans le tableau n° 68.

TABLEAU n° 68 : LES VARIABLES CARACTERISTIQUES DE L'AXE n° 3

VARIABLES	CATEGORIE 1	CATEGORIE 2
ACTIVES	• RN/CA	• CA/Actif total

L'axe n° 3 oppose deux logiques différentes :

— **une logique de performance** où les offres publiques d'achat et d'échange s'inscrivent dans la perspective d'une pérennisation de la performance de l'activité par le rachat de gisements de croissance ;

— **une logique de consolidation de la croissance de l'activité** où l'offre publique d'achat ou d'échange permet de récupérer les actifs nécessaires à la restauration de la performance.

## B. L'IDENTIFICATION DE 3 MOTIVATIONS SPECIFIQUES DES OPA/E ORDONNEES AUTOUR DE LA RECHERCHE ET DU MAINTIEN DE LA PERFORMANCE ECONOMIQUE.

Trois motivations spécifiques ont été décelées à l'aide de la partition. La C.A.H. a été réalisée en utilisant les coordonnées factorielles des 25 entreprises initiatrices sur les trois premiers axes de l'A.C.P. L'analyse des résultats de la C.A.H. (annexe n° 33) nous a amenés à sélectionner une partition en 4 classes. L'inertie interclasses après optimisation par les nuées dynamiques est de 74,11 % ce qui garantit une excellente homogénéité des différentes classes relevées. L'annexe n° 34 reprend la partition retenue, indique la composition des quatre classes, les variables caractéristiques de chacune d'entre elles et les positionnements significatifs des classes sur les axes de l'A.C.P. La quatrième classe composée d'une seule entreprise, la Compagnie Française de Raffinage, n'a pu faire l'objet d'une analyse.

### B.1. LA RECHERCHE DE LA TAILLE CRITIQUE

Cette classe regroupe 13 entreprises illustrées par les variables présentées dans le tableau n° 69. On note la présence de nombreuses entreprises appartenant au secteur de la Grande Distribution<sup>(25)</sup> : CEDIS (1977), COMPTOIRS MODERNES (1977 et 1978), AMIDIS (1979), ET ALLOBROGE (1980).

TABLEAU n° 69 : LES VARIABLES CARACTERISTIQUES DE LA CLASSE n°1

TYPES DE VARIABLES	VARIABLES	POSITIONNEMENT SUR LES AXES
ACTIVES	<ul style="list-style-type: none"><li>• CA/Actif total supérieur</li><li>• DLMT/Actif total inférieur</li><li>• RN/CA inférieur</li><li>• DLMT/CP inférieur</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• logique de taille négative (Axe 2)</li></ul>

Ces entreprises, peu endettées et peu performantes, utilisent fortement leurs capacités de production. **La restauration de leur rentabilité passe par l'acquisition de nouveaux actifs et de nouvelles parts de marché afin de parvenir à une taille critique.** Pour ce faire, elles disposent de la capacité d'endettement nécessaire à la réalisation d'une offre publique d'achat ou d'échange. Le secteur de Grande Distribution semble particulièrement représentatif avec une convergence des opérations sur un laps de temps restreint (1977-1980), ce qui signale un cycle sectoriel propice à la recherche de la taille critique<sup>(26)</sup>.

(25) La date entre parenthèses correspond à l'année d'initiation de l'offre publique.

(26) Ce constat peut être rapproché des conclusions de R. MØRCK, A. SHLEIFER et R.W. VISHNY (1989) qui soulignent l'évolution des motivations en relation avec le cycle sectoriel.

## B.2. LA PERENNISATION DE LA PERFORMANCE ECONOMIQUE

Quatre entreprises composent cette classe (PRINTEMPS (1979), THOMSON BRANDT (1977), FONDERIES DE PONT-A-MOUSSON (1971) et LE NICKEL (1971)). Elles se distinguent par leur bonne performance économique (tableau n° 70).

TABLEAU n° 70 : LES VARIABLES CARACTERISTIQUES DE LA CLASSE n° 2

TYPES DE VARIABLES	VARIABLES	POSITIONNEMENT SUR LES AXES
ACTIVES	• RN/CA supérieur	• Logique de pérennisation de la performance (Axe n° 3)

Les offres publiques d'achat ou d'échange sont initiées par des entreprises **ayant pour objectif de pérenniser leur performance économique par le rachat de gisements de croissance ou par la volonté de protéger leur marché domestique.**

## B.3. LA FERMETURE DU CAPITAL

Cette classe, composée de 7 entreprises<sup>(27)</sup>, est caractérisée par plusieurs variables (tableau n° 71).

TABLEAU n° 71 : LES VARIABLES CARACTERISTIQUES DE LA CLASSE n° 3

TYPES DE VARIABLES	VARIABLES	POSITIONNEMENT SUR LES AXES
ACTIVES	• DLMT/CP supérieur • DLMT/Actif total supérieur • RN/CP supérieur	• Logique financière (Axe n° 1)

---

(27) MERLIN GERIN (1973), FOUGEROLLE (1973), JACQUES BOREL INTERNATIONAL (1975), SEV MARCHAL (1977), LUCHAIRE (1978), CIMENTS PORTLAND LORRAINE (1978) et DOCKS DE FRANCE (1980). La présence de DOCKS DE FRANCE (Grande Distribution) dans cette catégorie montre que le cycle sectoriel influence mais ne détermine pas la nature des offres publiques.

**Ces entreprises utilisent l'effet de levier financier pour améliorer leur performance financière et financer les opérations d'OPA/E destinées à fermer le capital de leurs filiales.**

L'étude des motivations spécifiques met en évidence 3 catégories de comportements :

- la recherche de la taille critique ;
- la pérennisation de la performance économique ;
- la fermeture du capital.

**Dans l'ensemble, les motivations spécifiques semblent s'inscrire dans une logique industrielle où les offres publiques d'achat et d'échange sont les instruments d'une politique générale de maintien ou de recherche de la performance économique. La motivation de fermeture du capital, en dépit de sa nature financière, s'inscrit, néanmoins, dans le cadre d'un processus de restructuration. Enfin, le facteur taille semble déterminant pour expliquer les comportements des entreprises initiatrices d'OPA/E.**

*3.2.1.2.2. Les motivations spécifiques 1987/1990 : les offres publiques d'achat et d'échange sont les instruments de l'avantage concurrentiel.*

L'échantillon de 13 entreprises initiatrices d'OPA/E pendant la période 1987-1990 a été réutilisé pour mettre en évidence les motivations spécifiques selon un schéma d'analyse identique à la sous-période précédente avec des indicateurs actifs mesurés 1 an avant l'opération.

**A. L'A.C.P. : LA MISE EN EVIDENCE DE LOGIQUES DIVERSIFIEES QUI S'ORGANISENT AUTOUR DE LA VOLONTE DE DEVELOPPEMENT DES ENTREPRISES.**

Les trois premiers axes de l'A.C.P. ont été sélectionnés pour une inertie totale expliquée de 78,25 %. Le tableau n° 72 présente les pourcentages d'inertie pour chaque axe et cumulés. L'annexe n° 35 comprend les résultats statistiques de l'A.C.P.

TABLEAU n° 72 : L'INERTIE EXPLIQUEE PAR LES AXES DE L'A.C.P.

AXE	POURCENTAGE D'INERTIE	POURCENTAGE CUMULE
1	35,78%	35,78%
2	22,31%	58,09%
3	20,16%	78,25%

**A.1. L'OPPOSITION ENTRE DES LOGIQUES DE CONSOLIDATION DES PERFORMANCES ET DE RATTRAPAGE.**

L'axe n° 1 oppose deux catégories de variables présentées dans le tableau n° 73.

TABLEAU n° 73 : LES VARIABLES CARACTERISTIQUES DE L'AXE n° 1

VARIABLES	CATEGORIE 1	CATEGORIE 2
ACTIVES	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Charges de personnel/VA</li> <li>• Dettes financières/Actif total</li> <li>• CP/Dettes financières</li> <li>• CA/Actif total</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• RN/CP</li> <li>• EBE/CA</li> <li>• VA/CA</li> <li>• Dividendes/RN</li> </ul>

L'analyse des variables caractéristiques significatives nous permet d'interpréter l'axe n°1 qui explique 35,78 % de l'inertie totale. On constate une opposition entre deux logiques :

— **Une logique de consolidation des performances économiques et financières** où les entreprises initiatrices fortes d'une bonne rentabilité se signalent par une politique de distribution généreuse. Les offres publiques s'insèrent dans une problématique de développement sur la base d'un faible endettement, elles sont destinées à assurer le renouvellement ou la préservation des avantages concurrentiels respectivement par :

- Une politique de diversification compte-tenu d'un déclin prévisionnel de l'activité sur les secteurs de prédilection actuels ;
- La neutralisation de la concurrence et/ou la recherche de synergies.

— **Une logique de rattrapage** où les offres publiques ont pour objet de rétablir les performances des entreprises initiatrices obérées par les charges de personnel et la sur-utilisation des capacités de production. Pour ce faire, ces entreprises ont mobilisé un financement prévisionnel de haut de bilan appuyé par une structure financière saine.

## A.2. L'AXE n° 2 : L'OPPOSITION ENTRE LOGIQUES DE DIVERSIFICATION ET DE DEVELOPPEMENT DE L'AVANTAGE CONCURRENTIEL

L'axe n° 2 exprime 22,31 % de l'inertie totale. Le tableau n° 74 reprend les variables significatives pour cet axe.

TABLEAU n° 74 : LES VARIABLES SIGNIFICATIVES DE L'AXE n° 2

VARIABLES	CATEGORIE 1	CATEGORIE 2
ACTIVES	<ul style="list-style-type: none"> <li>• BFR/CA</li> <li>• VA/CA</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Dividendes/RN</li> <li>• CA</li> <li>• CA/Actif total</li> </ul>

L'axe n° 2 oppose deux logiques différentes :

— **Une logique de diversification préventive** qui est le fait de grandes entreprises utilisant massivement leurs capacités de production et ayant une structure de "vache à lait". La structure d'exploitation est moyennement rentable, mais en l'absence de forts besoins d'investissements, on peut distribuer des dividendes importants. Les OPA/E sont destinés à générer de nouvelles activités garantes de l'avenir ;

— **Une logique de développement de l'avantage concurrentiel** : ces entreprises de taille plus modeste, présentent une structure d'exploitation en devenir avec une valeur ajoutée importante mais des coûts d'exploitation élevés. Les offres publiques sont les instruments d'une consolidation de l'avantage concurrentiel par le rachat d'entreprises concurrentes dans un secteur d'activité dynamique afin de bénéficier d'un effet de taille et de synergies susceptibles d'alléger les contraintes de l'exploitation.

## A.3. LA CONFIRMATION DE L'EFFET TAILLE

L'axe n° 3 reflète, à nouveau, l'influence de l'effet taille sur le comportement des entreprises initiatrices. Le tableau n° 75 contient les variables significatives pour cet axe qui explique 22,31% de l'inertie totale.

TABLEAU n° 75 : LES VARIABLES SIGNIFICATIVES DE L'AXE n° 3

VARIABLES	CATEGORIE 1	CATEGORIE 2
ACTIVES	<ul style="list-style-type: none"> <li>• BFR/CA</li> <li>• CA</li> <li>• Actif total</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• CA/Actif total</li> </ul>

L'effet taille permet de mettre en évidence deux nouvelles logiques de motivation :

— **Une logique de recherche de la taille critique** s'appuyant sur le constat d'une sur-utilisation des capacités de production nécessitant de rechercher à l'extérieur de nouveaux vecteurs de croissance ;

— **Une logique de diversification impérative de grandes entreprises** en déclin dont l'activité a faibli et qui éprouvent des difficultés à maîtriser leur cycle de production. Elles sont dans l'obligation de se diversifier.

#### B. L'IDENTIFICATION DE 4 CLASSES ARTICULEES AUTOUR DE DEUX GRANDES MOTIVATIONS : LA PERENNISATION ET LE RATTRAPAGE DE L'AVANTAGE CONCURRENTIEL.

La partition a permis de dégager 4 motivations spécifiques des OPA/E pour la période 1987-1990. Les coordonnées factorielles des 13 entreprises initiatrices sur les trois premiers axes de l'A.C.P. ont été utilisés pour la C.A.H. (Annexe n° 36) avec une très bonne inertie interclasses de 76,5 %. L'annexe n° 37 détaille les résultats statistiques de la partition et de son illustration par les variables actives et illustratives.

##### B.1. LA CONSOLIDATION DE L'AVANTAGE CONCURRENTIEL

Cette classe de 5 entreprises (POLIET, VALEO, LYONNAISE DES EAUX, GTI et EPEDA BERTRAND FAURE) est illustrée par les variables contenues dans le tableau n° 76.

TABLEAU n° 76 : LES VARIABLES CARACTERISTIQUES DE LA CLASSE n° 1

TYPES DE VARIABLES	VARIABLES	POSITIONNEMENT SUR LES AXES
ACTIVES	<ul style="list-style-type: none"> <li>• EBE/CA supérieur</li> <li>• VA/CA supérieur</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Logique de consolidation des performances économiques et financières (axe n° 1)</li> <li>• Logique de développement de l'avantage concurrentiel (axe n° 2)</li> </ul>

Ces entreprises se singularisent par leurs bonnes performances économiques et initient des offres publiques qui **s'inscrivent dans un processus de consolidation de l'avantage concurrentiel destiné à pérenniser une trajectoire de succès par la croissance externe.**

## B.2. LE SECOND SOUFFLE DES GRANDES ENTREPRISES

Trois entreprises de taille importante (CFAO, SCHNEIDER et GENERALE DES EAUX) constituent cette classe dont les caractéristiques significatives sont présentées dans le tableau n° 77)

TABLEAU n° 77 : LES VARIABLES CARACTERISTIQUES DE LA CLASSE n° 2

TYPES DE VARIABLES	VARIABLES	POSITIONNEMENT SUR LES AXES
ACTIVES	<ul style="list-style-type: none"> <li>• CA supérieur</li> <li>• Actif total supérieur</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Logique de diversification impérative (axe n° 3)</li> </ul>

Cette classe contient de grandes entreprises dont l'avenir semble peu prometteur, et, pour lesquelles, les **OPA/E sont les instruments d'un second souffle par le choix d'une politique de diversification ou de neutralisation de la concurrence domestique.** Le cas de SCHNEIDER qui a totalement modifié sa structure d'activité par croissance externe de 1980 à 1989 comme l'indique C. POTTIER (1989, 1992) est particulièrement représentatif.



### B.3. LA RECHERCHE DE LA PERFORMANCE ECONOMIQUE DU SECTEUR DE LA DISTRIBUTION

La classe n° 3 comprend 3 entreprises dont les motivations ne semblent pas étrangères à leur activité. En effet, les trois entreprises concernées, Docks de France, Comptoirs Modernes, et Printemps, appartiennent au secteur de la distribution. Le tableau n° 78 récapitule les variables caractéristiques significatives.

TABLEAU n° 78 : LES VARIABLES CARACTERISTIQUES DE LA CLASSE n° 3

TYPES DE VARIABLES	VARIABLES	POSITIONNEMENT SUR LES AXES
ACTIVES	<ul style="list-style-type: none"> <li>• CA/Actif total supérieur</li> <li>• BFR/CA inférieur</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Logique de diversification préventive (axe n° 2)</li> </ul>

Ces entreprises, dont la structure d'exploitation est caractéristique de leur secteur d'appartenance, sont amenées à étendre leurs activités afin d'améliorer et/ou de pérenniser leur performance économique.

### B.4. LA FUITE EN AVANT

Seules deux entreprises appartiennent à ce groupe dont les caractéristiques significatives sont reprises dans le tableau n° 79.

TABLEAU n° 79 : LES VARIABLES CARACTERISTIQUES DE LA CLASSE n° 4

TYPES DE VARIABLES	VARIABLES	POSITIONNEMENT SUR LES AXES
ACTIVES	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Dettes financières/Actif total supérieur</li> <li>• Dividendes/RN inférieur</li> <li>• RN/CP inférieur</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Logique de rattrapage (axe n° 1)</li> </ul>

Les deux entreprises, SCOA et OLIPAR, dont les résultats financiers sont peu reluisants et les dettes financières élevées, ne parviennent pas à rentabiliser leur structure diversifiée. Les OPA/E apparaissent, de façon optimiste, comme des instruments de rattrapage par la rationalisation de leur structure de participation, et, de façon pessimiste mais plus réaliste, comme le fruit d'une fuite en avant. On peut rapprocher ce constat de l'hypothèse du "managérialisme", c'est-à-dire de la manifestation d'un problème d'agence, où l'offre publique signale l'utilisation des offres publiques par les dirigeants de façon non conforme aux intérêts des actionnaires, en particulier, et de l'entreprise en général.

Quatre classes de motivations spécifiques ont été mises en évidence :

- la consolidation de l'avantage concurrentiel ;
- le second souffle des grandes entreprises ;
- la recherche de la performance économique du secteur de la distribution ;
- la fuite en avant.

On constate, qu'en réalité, les opérations d'OPA/E correspondent à deux grandes catégories de motivations :

- la croissance externe est vécue comme une solution de pérennisation de l'avantage concurrentiel ;
- la croissance externe est vécue comme une solution de rattrapage de l'avantage concurrentiel.

**Les OPA/E seraient donc l'instrument de réponse choisi face aux menaces issues de l'environnement qui pèsent sur les entreprises initiatrices.**

Si l'on compare les périodes 1970/1985 et 1987/1990, on note :

— des caractéristiques communes :

- l'influence déterminante de la taille sur le comportement des entreprises initiatrices ;
- la volonté de pérennisation de l'avantage concurrentiel ;
- la recherche de la performance économique par l'obtention d'une taille critique marquée pour la période 1970/1985, réservée au secteur de la distribution pour la période 1987/1990.

— une évolution de ces caractéristiques dans le temps : les motivations financières sont l'apanage de la période 1970/1985, les motivations managériales subsistant seules pour la période 1987/1990.

**La comparaison des motivations générales et spécifiques pour la période 1987/1990 corrobore la volonté stratégique des entreprises initiatrices de préserver ou de renouveler leur avantage concurrentiel existant par la recherche de nouveaux gisements de croissance.**

Il nous reste à expliquer pourquoi le choix de l'offre publique a été nécessaire pour répondre à cet objectif, ce qui nous renvoie à la problématique du choix de la cible : les raisons des OPA.

### 3.2.2. Les raisons des offres publiques d'achat et d'échange : la validation empirique des théories de l'efficience et de l'agence.

La dichotomie adoptée entre motivations et raisons implicites des offres publiques d'achat et d'échange réside dans la qualité des entreprises étudiées, respectivement, initiatrices et cibles. En effet, l'initiative appartenant aux entreprises initiatrices, il s'agit d'une attitude volontaire et motivée. Pour ce qui concerne les entreprises cibles, il s'agit, plus généralement mais pas nécessairement, d'une attitude passive, le choix de la procédure ne leur appartenant pas. **Ce choix des entreprises initiatrices s'appuie sur les caractéristiques des entreprises cibles ou raisons implicites.**

#### 3.2.2.1. Les raisons générales : la résolution d'un problème d'agence

La scission de la période d'observation s'applique de la même façon aux entreprises cibles et nous étudierons chronologiquement les deux sous-périodes.

##### *3.2.2.1.1. Les raisons générales 1970-1985 : une dégradation généralisée de la situation des entreprises cibles.*

Les investigations ont été réalisées sur la base d'un échantillon de 68 entreprises cibles et des indicateurs de premier ordre ; ces derniers ont été comparés sur plusieurs années :

- . 5 et 4 ans avant l'opération ;
- . 4 et 3 ans avant l'opération ;
- . 3 et 2 ans avant l'opération ;
- . 2 et 1 ans avant l'opération ;
- . 5 et 1 ans avant l'opération.

Cependant, des évolutions significatives n'ont pu être décelées que sur l'ensemble de la période (de 5 à 1 an avant l'opération), ce qui indique, dans l'hypothèse d'un profil type de l'entreprise cible, que celui-ci est le fruit d'une lente évolution au cours de 5 années précédant l'offre publique d'achat ou d'échange. Les résultats statistiques sont présentés dans le tableau n° 80 (les résultats statistiques complets sont consignés dans l'annexe n° 38).

TABLEAU n° 80 : LES TESTS DE COMPARAISON DES INDICATEURS DE PREMIER ORDRE POUR LES ENTREPRISES CIBLES (1970-1985)<sup>(a)</sup>

VARIABLES	N-5/N-4	N-4/N-3	N-3/N-2	N-2/N-1	N-5/N-1
Chiffre d'affaires	0,65	0,83	0,80	0,93	0,37
Logarithme total actif	0,76	0,80	0,86	0,93	0,40
Résultat net / Chiffre d'affaires	0,46	0,44	0,85	0,34	0,03**
Chiffre d'affaires / Actif total	0,84	0,98	0,86	0,85	0,65
Dettes à long et moyen terme / Actif total	0,52	0,62	0,55	0,69	0,16
Dettes à long et moyen terme / Capitaux propres	0,55	0,38	0,42	0,82	0,05**
Résultat net / Capitaux propres	0,68	0,49	0,87	0,43	0,05*

(a) Les valeurs présentées dans ce tableau correspondent à la significativité des différences existantes entre les années comparées (N-5, N-4, N-3, N-2, N-1, N étant l'année de l'offre publique) à l'aide du Test de WILCOXON-MANN-WHITNEY. Elles sont significatives lorsqu'elles sont inférieures ou égales à 0,10 (soit 10%).

\* significatif à 10%

\*\* significatif à 5%

\*\*\* significatif à 1%

Trois indicateurs caractérisent l'évolution des entreprises cibles au cours des 5 années :

- une dégradation de la performance économique (RN/CA)
- une dégradation de la performance financière (RN/CP)
- une dégradation de la structure financière (DLMT/CP).

C'est une dégradation généralisée de la situation des entreprises qui semble les transformer en cibles d'offres publiques<sup>(28)</sup>.

(28) On peut comparer ces résultats aux études portant sur la croissance externe pour une période d'analyse similaire :

- P. NAVATTE (1978-A) aboutit à des conclusions inverses au sens où il constate que les absorptions ne sont pas la sanction d'une gestion inefficace (la rentabilité ne varie pas) ni dues à une sous-évaluation.

- Au contraire, nous abondons dans le sens de J. ALLOUCHE (1981) dans la mesure où il observe une situation défavorable des entreprises absorbées dès la septième année avant l'opération de croissance externe.

Cette première constatation peut être rapprochée de la théorie de l'agence. **En effet, on peut considérer, dans le cas présent, que les offres publiques sont l'expression de la résolution d'un problème d'agence ; les offres publiques auront pour conséquence de transférer le contrôle de l'entreprise cible, permettant un remplacement de la direction et une exploitation plus efficace des ressources existantes.**

L'utilisation des indicateurs de second ordre nous permet d'apporter des éclairages complémentaires (tableau n° 81).

TABLEAU n° 81 : LES TESTS DE COMPARAISON DES INDICATEURS DE PREMIER ORDRE PAR RAPPORT AUX INDICATEURS DE SECOND ORDRE POUR LES ENTREPRISES CIBLES (1970-1985)<sup>(a)</sup>

VARIABLES	Mode de paiement (OPE/OPA)	Nationalité de l'initiateur (France/Etranger)	Participation au capital avant l'opération (initiateur) (< ou > à 50%)
Chiffre d'affaires	0,03**	0,73	0,01**
Logarithme total actif	0,0002***	0,95	0,13
Résultat net/Chiffre d'affaires	0,45	0,96	0,50
Chiffre d'affaires/Actif total	0,07*	0,46	0,33
Dettes à long et moyen terme/Actif total	0,10	0,28	0,76
Dettes à long et moyen terme/Capitaux propres	0,11	0,35	0,91
Résultat net/Capitaux propres	0,22	0,69	0,87
Pourcentage de capital obtenu après l'opération	0,04**	0,10	—
Nationalité de l'initiateur	0,01***	—	0,001***
Mode de paiement	—	0,01***	0,34
Pourcentage de capital détenu avant l'opération	0,14	0,002***	—

(a) Les indicateurs de premier ordre sont mesurés un an avant l'offre publique.

- \* significatif à 10%
- \*\* significatif à 5%
- \*\*\* significatif à 1%

Les entreprises cibles d'offres publiques d'achat (39 sur 68) se distinguent par rapport aux offres publiques d'échange par :

- un chiffre d'affaires et un actif total plus faibles ;
- une utilisation des capacités de production supérieure (CA/Actif total) ;
- un pourcentage du capital obtenu à l'issue de l'opération plus faible ;
- le rachat plus fréquent par des entreprises étrangères.

Les entreprises initiatrices étrangères ont une préférence pour la procédure d'OPA et détiennent une participation initiale plus importante. Cela semble indiquer **qu'elles utilisent plus volontiers les OPA comme un instrument de fermeture du capital de leurs filiales.**

La participation initiale au capital de la société cible est d'autant plus importante que la société initiatrice est étrangère et que le chiffre d'affaires de la société cible est important.

#### 3.2.2.1.2. *Les raisons générales 1987-1990 : des entreprises peu efficaces dont la croissance chute brusquement.*

De la même façon que les motivations générales pour la période 1987-1990, les raisons générales pour cette même période ont fait l'objet de deux analyses complémentaires sur la base d'un échantillon de 32 entreprises cibles couplées à 32 entreprises témoins :

- Une analyse statique où l'on considère les caractéristiques distinctives des entreprises cibles, 3, 2 et 1 ans avant l'opération ;
- Une analyse dynamique destinée à éclairer l'approche statique en introduisant la notion d'évolution dans le temps de ces caractéristiques distinctives (de 3 à 1 an avant l'opération).

#### A. LA DEMARCHE STATIQUE

L'analyse statique a été élaborée à l'aide de 9 ratios et de traitements univariés et multivariés.

L'analyse univariée (annexe n° 39) constate des écarts entre entreprises cibles et témoins comme l'indique le tableau n° 82.

TABLEAU n° 82 : LES RESULTATS DE L'ANALYSE UNIVARIEE STATIQUE  
(ENTREPRISES CIBLES, 1987-1990)

VARIABLES	N-3	N-2	N-1
Résultat net / Capitaux propres	0,31	0,40	0,09*
Excédent brut d'exploitation/Chiffre d'affaires	0,31	0,12	0,06*
Valeur ajoutée/Chiffre d'affaires	0,82	0,85	0,91
Charges de personnel/Valeur ajoutée	0,04**	0,04**	0,02**
Besoin en fonds de roulement/Chiffre d'affaires	0,23	0,38	0,49
Dividendes/résultat net	0,33	0,77	0,62
Chiffre d'affaires / Actif total	0,47	0,71	0,81
Dettes financières / Actif total	0,84	0,81	0,93
Capitaux propres / Dettes financières	0,38	0,49	0,60

\* significatif à 10%

\*\* significatif à 5%

\*\*\* significatif à 1%

Le facteur majeur de distinction des entreprises cibles décelé par l'analyse univariée est le poids élevé de charges de personnel (charges de personnel/valeur ajoutée) qui finit un an avant l'opération par dégrader leurs performances économiques et financières (RN/CP et EBE/CA).

L'analyse multivariée (annexe n° 40) nous permet de préciser ces premiers éléments de réflexion. Le tableau n° 83 propose les principaux modèles obtenus par la régression LOGIT 3 ans avant l'opération.

TABLEAU n° 83 : LES REGRESSIONS LOGIT DES RAISONS GENERALES  
1987-1990 TROIS ANS AVANT L'OPERATION

VARIABLES	MODELES	
	1	2
Constante	—4,15	—0,34
Résultat net/Capitaux propres	—	—
Excédent brut d'exploitation/Chiffre d'affaires	—	—12,26**
Valeur ajoutée/Chiffre d'affaires	—3,42	—
Charges de personnel/Valeur ajoutée	5,82**	—
Besoin en fonds de roulement/Chiffre d'affaires	3,64**	3,73*
Dividendes/Résultat net	1,17	1,13
Chiffre d'affaires/Actif total	—	—
Dettes financières/Actif total	1,25	1,29
Capitaux propres/Dettes financières	0,30*	0,30*
—2log(RV)	14,78**	14,03*
R2	18,77%	17,98%

\* significatif à 10%

\*\* significatif à 5%

\*\*\* significatif à 1%

En dépit de R2 assez faibles, 18,77 % et 17,98 %, la qualité de ces deux modèles est confirmée par le test du ratio de vraisemblance significatif respectivement à 5 % et 1 %; l'existence de raisons spécifiques n'en est que plus probable.

Il apparaît que les entreprises cibles manifestent dès la troisième année précédant l'offre publique d'achat ou d'échange un **déficit de rentabilité économique (EBE/CA)**. Celui-ci s'explique par un cycle d'exploitation générateur de coûts importants (BFR/CA) et par des charges de personnel trop lourdes. Au contraire, ces entreprises sont peu endettées.

L'analyse des résultats de l'analyse multivariée 2 ans avant l'opération confirme ce diagnostic sans que l'on puisse noter de véritable évolution (tableau n° 84).



TABLEAU n° 84 : LES REGRESSIONS LOGIT DES RAISONS GENERALES  
1987/1990, DEUX ANS AVANT L'OPERATION

VARIABLES	MODELES	
	1	2
Constante	—4,28	0,26
Résultat net/Capitaux propres	4,09	—
Excédent brut d'exploitation/Chiffre d'affaires	—	—8,96*
Valeur ajoutée/Chiffre d'affaires	—4,88*	—
Charges de personnel/Valeur ajoutée	7,89**	—
Besoin en fonds de roulement/Chiffre d'affaires	2,31	2,4
Dividendes/Résultat net	—	—
Chiffre d'affaires/Actif total	0,62	—
Dettes financières/Actif total	2,19	—
Capitaux propres/Dettes financières	0,30**	0,21*
—2log(RV)	13,72*	9,23**
R2	17,65%	12,60%

\* significatif à 10%

\*\* significatif à 5%

\*\*\* significatif à 1%

Au contraire, l'analyse multivariée un an avant l'opération apporte de nouveaux renseignements (tableau n° 85).

TABLEAU n° 85 : LES REGRESSIONS LOGIT DES RAISONS GENERALES  
1987-1990 UN AN AVANT L'OPERATION

VARIABLES	MODELES	
	1	2
Constante	-2,47	-0,49
Résultat net/Capitaux propres	—	—
Excédent brut d'exploitation/Chiffre d'affaires	—	—
Valeur ajoutée/Chiffre d'affaires	-3,69	-2,48
Charges de personnel/Valeur ajoutée	6,61***	5,29**
Besoin en fonds de roulement/Chiffre d'affaires	—	—
Dividendes/Résultat net	—	—
Chiffre d'affaires/Actif total	-1,08	-1,17*
Dettes financières/Actif total	-3,05	-0,66
Capitaux propres/Dettes financières	0,23*	—
-2log(RV)	14,81**	9,96**
R2	18,79%	13,47%

\* significatif à 10%

\*\* significatif à 5%

\*\*\* significatif à 1%

Si ces modèles confirment le poids des charges de personnel, surtout, ils introduisent un nouvel élément : la dégradation de l'activité.

Les résultats des analyses univariées et multivariées nous permettent de dresser le profil type d'une entreprise cible pendant la période 1987-1990. Elle se caractérise par un déficit de rentabilité financière et économique dont la cause essentielle est le poids des charges de personnel. Cette situation est avérée dès la troisième année précédant l'offre publique d'achat et d'échange, mais, la dégradation de l'activité et les perspectives encore moins flatteuses qui en découlent, déclenchent l'opération. L'offre publique d'achat ou d'échange se présente une nouvelle fois comme la solution à un problème d'agence.

Par ailleurs, les indicateurs de second ordre, étudiés un an avant l'opération, nous permettent d'enregistrer des éléments d'information supplémentaires comme l'indique le tableau n° 86 (les résultats complets sont présentés dans l'annexe n° 41).

TABLEAU n° 86 : LES TESTS DE COMPARAISON DES INDICATEURS DE PREMIER ORDRE PAR RAPPORT AUX INDICATEURS DE SECOND ORDRE POUR LES ENTREPRISES CIBLES (1987-1990)(a)

VARIABLES	Participation dans le capital initiale (< ou > à 50%)	Mode de paiement (OPE/OPA)	Nature de l'opération (hostile/amicale)
Résultat net/Capitaux propres	0,01**	0,92	0,42
Excédent brut d'exploitation/Chiffre d'affaires	0,73	0,70	0,31
Valeur ajoutée/Chiffre d'affaires	0,57	0,06*	0,37
Charges de personnel/Valeur ajoutée	0,82	0,70	0,46
Besoin en fonds de roulement/Chiffre d'affaires	0,17	0,50	0,54
Dividendes/Résultat net	0,53	0,06*	0,46
Chiffre d'affaires	0,73	0,56	0,46
Chiffre d'affaires/Actif total	0,95	0,09*	0,80
Logarithme actif total	0,82	0,18	0,57
Dettes financières/Actif total	0,23	0,13	0,07*
Capitaux propres/Dettes financières	0,19	0,25	0,07*
Pourcentage du capital obtenu après l'opération	0,02**	0,79	0,42
Nationalité de l'initiateur	0,59	0,25	0,92
Nature de l'opération (hostile/amicale)	0,13	0,32	—
Mode de paiement (OPE/OPA)	0,09*	—	0,31
Nombre d'initiateurs (1 ou > 1)	0,22	0,12	0,00***
Pourcentage du capital détenu avant l'opération	0,0002***	0,35	0,95

(a) Les indicateurs de premier ordre sont mesurés un an avant l'opération.

\* significatif à 10%

\*\* significatif à 5%

\*\*\* significatif à 1%

— La participation majoritaire dans le capital de l'entreprise par la société initiatrice (4 opérations) signale un déficit de rentabilité financière qui justifie sa reprise en main par **la fermeture du capital** ; l'OPE est préférée à l'OPA sans doute pour des raisons de coûts inférieurs.

— Les OPA (6 opérations) se distinguent des OPE par le choix des entreprises cibles: celles-ci sont peu rentables mais enregistrent une activité supérieure et distribuent plus de dividendes ;

— Les opérations hostiles, au nombre de 11, concernent des entreprises peu endettées et s'inscrivent le plus souvent dans un processus concurrentiel. **Ce constat nous permet de faire référence aux théories du Free Cash Flow de M.E. JENSEN et de l'agence.** La gestion des entreprises cibles dont nous avons noté le peu de performance ne satisfait pas les intérêts légitimes des actionnaires notamment en utilisant l'effet de levier financier. **En ce sens, l'hostilité des opérations serait justifiée par l'incapacité des dirigeants actuels à assumer leur devoir vis-à-vis des actionnaires.**

## B. LA DEMARCHE DYNAMIQUE

L'analyse dynamique nous permet de préciser les éléments issus de l'analyse statique sur la base des variations de 12 caractéristiques financières des entreprises cibles et témoins de 3 à 1 an et de 2 à 1 an avant l'opération.

L'analyse univariée de n-3 à n-1 (annexe n° 42) constate une dégradation de l'activité des entreprises cibles tandis que l'analyse univariée de n-2 à n-1 (annexe n° 42) montre l'accroissement de leur endettement. Le tableau n° 87 reprend l'essentiel de ces résultats:

TABLEAU n° 87 : LES RESULTATS DE L'ANALYSE UNIVARIEE DYNAMIQUE  
(ENTREPRISES CIBLES, 1987-1990)

VARIABLES	N-3 / N-1	N-2 / N-1
Résultat net / Capitaux propres	0,61	0,85
Excédent brut d'exploitation/Chiffre d'affaires	0,38	0,60
Valeur ajoutée/Chiffre d'affaires	0,33	0,86
Charges de personnel/Valeur ajoutée	0,35	0,97
Besoin en fonds de roulement/Chiffre d'affaires	0,74	0,84
Cours moyen	0,80	0,60
Dividendes résultat net	0,80	0,96
Chiffre d'affaires	0,08*	0,15
Chiffre d'affaires / Actif total	0,84	0,43
Logarithme Actif total	0,05*	0,55
Dettes financières / Actif total	0,10	0,03**
Capitaux propres / Dettes financières	0,24	0,21

\* significatif à 10%

\*\* significatif à 5%

\*\*\* significatif à 1%

L'analyse multivariée (annexe n° 43) confirme et développe ces premières informations (tableaux n° 88 et 89).

TABLEAU n° 88 : LA REGRESSION LOGIT DES RAISONS GENERALES  
1987/1990 de n-3 à n-1

VARIABLES	MODELE
	1
Constante	1,09
Résultat net/Capitaux propres	—0,09
Excédent brut d'exploitation/Chiffre d'affaires	1,14
Valeur ajoutée/Chiffre d'affaires	—4,79
Charges de personnel/Valeur ajoutée	—
Besoin en fonds de roulement/Chiffre d'affaires	—0,72**
Cours moyen	—
Dividendes/Résultat net	—
Chiffre d'affaires	3,62
Chiffre d'affaires/Actif total	—11,36**
Log Actif total	—51,77
Dettes financières/Actif total	—
Capitaux propres/Dettes financières	—1,13**
—2log(RV)	20,42***
R2	24,19%

Les variations et indicateurs de n-3 à n-1 montrent la dégradation de l'activité des entreprises cibles et la détérioration de leur structure financière que nous pouvons analyser plus minutieusement par l'étude des variations de n-2 à n-1.

TABLEAU n° 89 : LES REGRESSIONS LOGIT DES RAISONS GENERALES  
1987-1990 de n-2 à n-1.

VARIABLES	MODELES		
	1	2	3
Constante	0,75	0,68	0,64
Résultat net/Capitaux propres	0,08*	0,05	0,04
Excédent brut d'exploitation/Chiffre d'affaires	-2,82*	-2,01	-0,77
Valeur ajoutée/Chiffre d'affaires	—	—	—
Charges de personnel/Valeur ajoutée	-8,65	-7,95*	—
Besoin en fonds de roulement/Chiffre d'affaires	-0,77	-0,83	-1,01*
Cours moyen	—	—	—
Dividendes/Résultat net	0,52	0,47	0,25
Chiffre d'affaires	—	—	—
Chiffre d'affaires/Actif total	-8,44**	-7,98**	-6,90**
Log Actif total	-24,77	-29,41*	-24,09
Dettes financières/Actif total	-3,22	—	—
Capitaux propres/Dettes financières	-3,32**	-1,64*	-1,43*
-2log(RV)	20,24**	18,01**	13,52*
R2	24,03%	21,96%	17,44%

A l'instar du cas précédent, le test du ratio de vraisemblance nous assure de la qualité des modèles en dépit de R2 assez faibles, ce qui indique l'existence de raisons spécifiques. La dégradation de l'activité déjà enregistrée est confirmée, ce qui nous montre qu'elle est avérée à l'issue de la période d'observation. D'autre part, on note que si les variations n-3/n-1 sont assez minimes, par contre l'évolution n-2/n-1 apporte plusieurs éclaircissements :

- une dégradation de la performance économique
- une augmentation de l'endettement

Ainsi, si la dégradation de la performance économique n'est pas avérée sur l'ensemble de la période, c'est bien les dégradations simultanées de l'activité et de la performance économique 1 an avant l'OPA/E qui sont à l'origine de l'opération.

La combinaison des analyses statiques et dynamiques souligne les rôles prépondérants de la performance et de l'activité dans la genèse des offres publiques d'achat et d'échange pour la période 1987-1990. **Dès la troisième année précédant l'opération, les entreprises cibles se signalent par leurs faibles performances économiques qui ne connaissent aucune amélioration ; c'est la dépression de l'activité, un an avant l'opération, qui précipite l'offre publique d'achat ou d'échange. De nouveau, les offres publiques d'achat et d'échange semblent s'inscrire dans le cadre de la théorie de l'agence, ceci, d'autant plus, que le caractère hostile des opérations est particulièrement marqué.**

L'analyse des raisons spécifiques nous permet maintenant de compléter judicieusement cette première problématique généraliste dont nous avons pu constater par l'intermédiaire de R2 relativement faibles qu'elle ne saurait être exclusive.

#### 3.2.2.2. Les raisons spécifiques : la distinction entre les attitudes "positives" et "réactives".

Les sous-périodes 1970-1985 et 1987-1990 font, à nouveau, l'objet d'analyses séparées.

##### 3.2.2.2.1. *Les raisons spécifiques 1970-1985 : la dichotomie entre la résolution d'un problème d'agence et l'insertion dans un processus stratégique de développement mutuel.*

L'analyse a été réalisée à partir de l'échantillon de 68 entreprises cibles ; cependant, l'entreprise Antar a été exclue en raison de caractéristiques trop excentrées. Les variables actives et illustratives utilisées correspondent respectivement aux indicateurs de premier et second ordre mesurés un an avant l'opération.

#### A. L'A.C.P. : LA FOCALISATION SUR LES FACTEURS DE TAILLE ET D'ENDETTEMENT

Trois axes significatifs expliquant 76,72 % de l'inertie totale ont été retenus pour l'analyse ; le tableau n° 90 présente les inerties expliquées par chacun d'entre eux ainsi que leur cumul. L'annexe n° 44 récapitule les résultats statistiques de l'A.C.P.



TABLEAU n° 90 : L'INERTIE EXPLIQUEE PAR LES AXES DE L'A.C.P.

AXE	POURCENTAGE D'INERTIE	POURCENTAGE CUMULE
1	33,45%	33,45%
2	24,48%	57,93%
3	18,79%	76,72%

#### A.1. L'AXE n° 1 : L'IMPORTANCE DU FACTEUR TAILLE

L'axe n° 1 (33,45% de l'inertie totale) a été interprété à l'aide des variables actives et illustratives répertoriées dans le tableau n° 91.

TABLEAU n° 91 : LES VARIABLES CARACTERISTIQUES DE L'AXE n° 1

VARIABLES	CATEGORIE 1	CATEGORIE 2
ACTIVES	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Chiffre d'affaires</li> <li>• Actif total</li> <li>• DLMT/Actif total</li> <li>• DLMT/Capitaux propres</li> </ul>	—
ILLUSTRATIVES	• OPE	• OPA

Deux profils s'opposent :

- Un profil de grandes entreprises très endettées qui ont plutôt fait l'objet d'une OPE ;
- Un profil de petites et moyennes entreprises peu endettées qui ont été les cibles d'OPA.

Cette opposition de deux profils souligne, une fois de plus, **l'importance du facteur taille, mais, cette fois-ci, pour le choix des entreprises cibles.**

#### A.2. L'AXE n° 2 : LA DISCRIMINATION PAR LA TAILLE ET L'ENDETTEMENT

Le tableau n° 92 présente les variables significatives utilisées pour l'interprétation de l'axe n° 2 (24,48% de l'inertie totale).

TABLEAU n° 92 : LES VARIABLES CARACTERISTIQUES DE L'AXE n° 2

VARIABLES	CATEGORIE 1	CATEGORIE 2
ACTIVES	• Chiffre d'affaires	• DLMT/Actif • DLMT/CP • RN/CP

L'axe n° 2 propose une nouvelle distinction entre deux profils où le facteur taille est de nouveau discriminant :

- un profil de petites et moyennes entreprises très endettées et qui utilisent favorablement l'effet de levier financier ;
- un profil de grandes entreprises peu endettées et peu performantes.

L'axe n° 2 complète judicieusement l'axe n° 1 sur la base de deux facteurs majeurs : la taille et l'endettement qui semblent être les plus discriminants.

### A.3. L'AXE n° 3 : L'EXISTENCE D'ENTREPRISES CIBLES PERFORMANTES

Le tableau n° 93 propose les variables les plus significatives pour qualifier l'axe n° 3 (18,79% de l'inertie totale).

TABLEAU n° 93 : LES VARIABLES CARACTERISTIQUES DE L'AXE n° 3

VARIABLES	CATEGORIE 1	CATEGORIE 2
ACTIVES	• Chiffre d'affaires	• Chiffre d'affaires • RN/CA • CA/Actif total

Par rapport aux deux axes précédents, l'axe n° 3 reprend une nouvelle fois le facteur taille, mais, **indique que les faibles performances économiques et la faiblesse de l'activité ne sont pas l'apanage de l'ensemble des entreprises cibles. Ainsi, de grandes entreprises cibles plus rentables et plus actives ont aussi fait l'objet d'offres publiques d'achat et d'échange. Cette constatation montre que la résolution d'un problème d'agence n'est pas la seule raison implicite, ce qui devra maintenant être confirmé par la partition.**

## B. LA PARTITION IDENTIFIE TROIS CLASSES ARTICULEES ATOUR DES NOTIONS DE TAILLE, D'ENDETTEMENT ET DE PERFORMANCE.

La partition nous a permis de dégager 3 raisons spécifiques pour la période 1970-1985. Les coordonnées factorielles obtenues par l'A.C.P. sur les cinq premiers axes ont été utilisées pour la C.A.H. (Annexe n° 45). L'inertie interclasse après optimisation par les nuées dynamiques est de 41,4 %, ce qui peut paraître assez faible mais pas suffisamment pour ne pas retenir la partition en 3 classes. L'annexe n° 46 comprend la partition retenue, indique la composition des trois classes, les variables caractéristiques de chacune d'entre elles et les positionnements significatifs des classes sur les axes de l'A.C.P.

### B.1. LE DECLIN DE GRANDES ENTREPRISES

Cette classe de 13 entreprises est illustrée par les variables présentées dans le tableau n°94. On peut citer à titre d'exemple<sup>(29)</sup> : CARBONE LORRAINE (1985), CIMENTS DE DANNES ET LAVOCAT (1978), SOCIETE FRANCAISE DES TELEPHONES ERICSSON (SFTE - 1977), ACIERIES ET TREFILERIES DE NEUVES-MAISONS CHATILLON (1976), CIMENTS DU NORD (1975), FRANCO-BELGE DE MATERIELS DE CHEMIN DE FER (1973).

TABLEAU n° 94 : LES VARIABLES CARACTERISTIQUES DE LA CLASSE n° 1

TYPES DE VARIABLES	VARIABLES	POSITIONNEMENT SUR LES AXES
ACTIVES	<ul style="list-style-type: none"><li>• DLMT/Actif total supérieur</li><li>• DLMT/CP supérieur</li><li>• Actif total supérieur</li><li>• CA supérieur</li><li>• CA/Actif total inférieur</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Profil de grandes entreprises fortement endettées (axe n° 1)</li><li>• Profil de petites et moyennes entreprises fortement endettées (axe n° 2)</li></ul>

Les entreprises de cette classe se distinguent par leur fort endettement et leur taille supérieure mais aussi par une utilisation des capacités de production plus faible. **Les entreprises semblent donc être en situation de déclin généralisé, surtout, si l'on se rappelle que la performance économique moyenne de l'ensemble des entreprises cibles est faible. Le rachat par une entreprise tierce apparaît comme la seule solution à une situation générale fortement dégradée.**

(29) La date de réalisation de l'offre publique figure entre parenthèses.

## B.2 LE SAUVETAGE

Deux entreprises très marginalisées, COMSIP ENTREPRISE et COMPAGNIE DE MOKTA, par leurs mauvaises performances, constituent cette classe illustrée par le tableau n° 95.

TABLEAU n° 95 : LES VARIABLES CARACTERISTIQUES DE LA CLASSE n° 2

TYPES DE VARIABLES	VARIABLES	POSITIONNEMENT SUR LES AXES
ACTIVES	<ul style="list-style-type: none"><li>• RN/CA inférieur</li><li>• RN/CP inférieur</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Profil de grandes entreprises faiblement endettée (axe n° 2)</li><li>• Profil de petites et moyennes entreprises peu rentables et peu actives (axe n° 3)</li></ul>

Ces deux entreprises se distinguent par leur très faible performance par rapport à une dégradation généralisée constatée antérieurement. **Le rachat s'apparente ici à une opération de sauvetage.**

## B.3 LA RECHERCHE DE LA TAILLE CRITIQUE ET LA RENTABILISATION DE L'AVANTAGE CONCURRENTIEL.

51 entreprises sont recensées dans cette troisième classe dont les caractéristiques les plus significatives sont indiquées dans le tableau n° 96. A titre d'illustration, on peut citer : PEINTURES CORONA (1983), BANANIA (1981), AVENIR PUBLICITE (1979), QUARTZ ET SILICE (1977), CANSON & MONTGOLFIER (1976), CUSENIER (1975), NIVEA (1974), BRASSERIES ET MALTERIES MOTTE CORDONNIER (1970). On note aussi la présence de nombreuses entreprises du secteur de la Grande Distribution : ECONOMIQUES TROYENS ET DOCKS REUNIS (1977), ECONOMIQUES DE RENNES (1977), DOCK DU NORD LES ECO (1976), ETS B. MIELLE (1976), SANAL ECO (1976), SADAL (1976), ce que l'on peut mettre en relation avec la motivation de recherche de la taille critique des entreprises initiatrices où le secteur de la Grande Distribution était aussi très représenté.

TABLEAU n° 96 : LES VARIABLES CARACTERISTIQUES DE LA CLASSE n° 3

TYPES DE VARIABLES	VARIABLES	POSITIONNEMENT SUR LES AXES
ACTIVES	<ul style="list-style-type: none"> <li>• CA/Actif total supérieur</li> <li>• CA inférieur</li> <li>• Actif total inférieur</li> <li>• DLMT/CP inférieur</li> <li>• DLMT/actif total inférieur</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Profil de petites et moyennes entreprises peu endettées (axe n° 1)</li> <li>• Profil de grandes entreprises rentables et actives (axe n° 3)</li> </ul>

Cette classe se distingue très nettement des deux précédentes dans la mesure où le rachat n'apparaît pas ici comme la solution à des problèmes majeurs rencontrés par les entreprises. Il s'agit de petites et moyennes entreprises qui utilisent fortement leur capacité de production et sont peu endettées. Cependant, elles ne parviennent pas à obtenir des résultats suffisamment supérieurs à leurs concurrents. **Leur rachat semble s'inscrire dans le cadre de la recherche d'une taille critique non seulement pour elles, mais aussi, pour les entreprises initiatrices destinée à rentabiliser leur avantage concurrentiel par, éventuellement, une stratégie de domination des marchés.**

**En ce sens, cela ne s'apparente pas, a priori, à la résolution d'un problème d'agence comme dans les cas précédents.**

La comparaison des résultats obtenus par les analyses des raisons générales et spécifiques de la période 1970-1985 nous permet de dégager deux raisons majeures aux offres publiques d'achat et d'échange :

- la résolution d'un problème d'agence<sup>(30)</sup>
- l'inscription dans un processus stratégique de développement mutuel.

---

(30) Ce constat est renforcé par les conclusions identiques de B. GRAND (1990) pour la France qui a noté que les OPA portent sur des firmes en mauvaises santé financières ou peu porteuses d'avenir. A la différence de B. GRAND (1990), nous avons montré que cette motivation n'est pas unique, mais au contraire minoritaire, par rapport à un processus stratégique de développement mutuel.

3.2.2.2.2. *Les raisons spécifiques 1987-1990 : les entreprises cibles ne sont pas nécessairement en difficulté*

L'échantillon de 32 entreprises cibles pour la période 1987-1990 a été utilisé pour mettre en évidence les raisons spécifiques selon un processus d'analyse identique à la sous-période précédente et, notamment, les variables actives mesurées 1 an avant l'opération.

**A. L'A.C.P. : LA SCISSION ENTRE DES PROFILS PERFORMANTS ET DES PROFILS DE DECLIN**

Les trois premiers axes de l'A.C.P. ont été sélectionnés pour une inertie totale expliquée de 68,12%. Le tableau n° 97 présente les pourcentages d'inertie pour chacun des axes et cumulés. L'annexe n° 47 décrit les résultats statistiques de l'A.C.P.

**TABLEAU n° 97 : L'INERTIE EXPLIQUEE PAR LES AXES DE L'A.C.P.**

AXE	POURCENTAGE D'INERTIE	POURCENTAGE CUMULE
1	34,65%	34,65%
2	19,53%	54,18%
3	13,95%	68,12%

**A.1. L'AXE n° 1 : L'OPPOSITION ENTRE DES PROFILS DE REUSSITE ET DE CROISSANCE IMPRODUCTIVE**

L'axe n° 1 oppose deux catégories de variables présentées dans le tableau n° 98.

**TABLEAU n° 98 : LES VARIABLES CARACTERISTIQUES DE L'AXE n° 1**

VARIABLES	CATEGORIE 1	CATEGORIE 2
ACTIVES	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Charges de personnel/VA</li> <li>• CA/Actif total</li> <li>• Dettes financières/Actif total</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• EBE/CA</li> <li>• VA/CA</li> <li>• CP/Dettes financières</li> </ul>

L'analyse des variables caractéristiques nous permet d'interpréter l'axe n° 1 qui explique 35,65 % de l'inertie totale. On constate une opposition entre deux profils :

— **Un profil d'efficacité** : les entreprises sont plus performantes économiquement et peu endettées mais souffrent d'un déficit d'activité ;

— **Un profil de croissance improductive** : les entreprises sont peu performantes économiquement du fait, notamment, d'un poids trop élevé des charges de personnel, et, ceci, en dépit d'une utilisation importante des capacités de production. Ces entreprises sont aussi fortement endettées.

#### A.2. L'AXE n° 2 : L'OPPOSITION ENTRE TENTATIVE DE DOMINATION DU MARCHE ET RESOLUTION D'UN PROBLEME D'AGENCE

L'axe n° 2 qui exprime 19,53 % de l'inertie totale est caractérisé par les variables contenues dans le tableau n° 99.

TABLEAU n° 99 : LES VARIABLES CARACTERISTIQUES DE L'AXE n° 2

VARIABLES	CATEGORIE 1	CATEGORIE 2
ACTIVES	<ul style="list-style-type: none"> <li>• RN/CP</li> <li>• Chiffre d'affaires</li> <li>• Actif total</li> </ul>	—
ILLUSTRATIVES	• Plusieurs offres concurrentes	• une seule offre

Deux profils s'opposent :

– **Un profil de performance financière de grandes entreprises** qui ont fait l'objet de plusieurs offres concurrentes et dont on peut supposer que leur choix s'explique par un souci de domination du marché d'entreprises concurrentes ;

– **Un profil de petites entreprises peu performantes financièrement** parlant dont le choix s'explique plus par la volonté de résolution d'un problème d'agence due à une exploitation existante peu efficace.

### A.3.L'AXE n° 3 : L'OPPOSITION ENTRE UN PROFIL DE CROISSANCE ET D'ECHEC

L'axe n° 3 qui explique 13,95 % de l'inertie totale a été interprété à l'aide des variables présentées dans le tableau n° 100.

Tableau n° 100 : LES VARIABLES CARACTERISQUES DE L'AXE n° 3

VARIABLES	CATEGORIE 1	CATEGORIE 2
ACTIVES	• Chiffre d'affaires	• BFR/CA • Dettes financières/Actif total

L'axe n° 3 distingue deux catégories de profils :

— **Un profil de croissance** : les entreprises utilisent fortement leurs capacités de production sans avoir recours à un endettement excessif, et, sans conséquences négatives sur la gestion du B.F.R. Cependant, compte-tenu des raisons générales, elles ne parviennent pas à atteindre une performance suffisante ;

— **Un profil d'échec** : les entreprises utilisent faiblement leurs capacités de production, ce qui n'exclut pas des problèmes de B.F.R. et un endettement élevé. Elles semblent être en situation de déclin ou d'échec, leur rachat apparaît comme la seule solution viable.

Les résultats de l'A.C.P. indiquent une grande diversité de raisons spécifiques où performance et déclin cohabitent.

### B. L'IDENTIFICATION DE 4 RAISONS SPECIFIQUES DONT IL RESSORT UNE DIVERSITE ARTICULEE AUTOUR DE LA NOTION DE PERFORMANCE.

La partition a permis de déceler 4 raisons spécifiques des OPA/E pour la période 1987-1990. Les coordonnées factorielles de 32 entreprises cibles sur les cinq premiers axes de l'A.C.P. ont été utilisés pour la C.A.H. (annexe n° 48) avec une inertie interclasses correcte de 53,75 %. L'annexe n° 49 détaille les résultats statistiques de la partition et de son illustration par les variables actives et illustratives.



## B.1. L'INSERTION DANS UN PROCESSUS STRATEGIQUE DE REUSSITE

12 entreprises<sup>(31)</sup> composent cette classe dont les principales variables caractéristiques sont présentées dans le tableau n° 101.

TABLEAU n° 101 : LES VARIABLES CARACTERISTIQUES DE LA CLASSE n° 1

TYPES DE VARIABLES	VARIABLES	POSITIONNEMENT SUR LES AXES
ACTIVES	• Dividendes/RN supérieur	• Profil d'efficacité (axe n° 1) • Profil de croissance (axe n° 3)

Les entreprises de cette classe se signalent par leur politique de distribution généreuse et les positionnements sur les axes semblent indiquer qu'elles se distinguent par leur performance économique et la croissance de leur activité. **Les sociétés s'inscrivent, en conséquence, dans un processus stratégique de réussite où la préoccupation du bien-être social des actionnaires est essentielle. L'offre publique d'achat ou d'échange, du point de vue de l'entreprise cible, ne semble ainsi répondre à aucune justification impérative.**

## B.2. LE RACHAT DE GRANDES ENTREPRISES DANS LE CADRE D'UNE VOLONTE DE DOMINATION DU MARCHE

La classe n° 2 regroupe 6 entreprises dont le tableau n° 102 a permis l'interprétation.

TABLEAU n° 102 : LES VARIABLES CARACTERISTIQUES DE LA CLASSE n° 2

TYPES DE VARIABLES	VARIABLES	POSITIONNEMENT SUR LES AXES
ACTIVES	• Actif total supérieur • Chiffre d'affaires supérieur	• Profil de performance financière des grandes entreprises (axe n° 2)

(31) On peut citer à titre d'exemple : MARTELL, DUFFOUR & IGON, FICHET-BAUCHE, ...

Cette classe se compose des entreprises les plus grandes sans qu'il soit réellement possible de la qualifier plus avant. **On peut, néanmoins, supposer qu'elles constituent une alternative de choix pour des entreprises souhaitant étendre leur domination sur un marché.** Les exemples de TELEMECANIQUE racheté par SCHNEIDER en 1988, de la tentative de rachat de EPEDA BERTRAND FAURE par VALEO en 1988 et le rachat de AUSSEDAT-REY par INTERNATIONAL PAPER en 1989, illustrent cette catégorie.

### B.3. UNE GESTION DEFICIENTE

11 entreprises<sup>(32)</sup> constituent cette classe dont les variables caractéristiques sont contenues dans le tableau n° 103.

TABLEAU n° 103 : LES VARIABLES CARACTERISTIQUES DE LA CLASSE n° 3

TYPES DE VARIABLES	VARIABLES	POSITIONNEMENT SUR LES AXES
ACTIVES	<ul style="list-style-type: none"> <li>• CA/Actif total supérieur</li> <li>• Charges de personnel/VA supérieur</li> <li>• RN/CP inférieur</li> <li>• EBE/CA inférieur</li> <li>• Dividendes/RN inférieur</li> <li>• VA/CA inférieur</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Profil de croissance improductive (axe n° 1)</li> <li>• Profil de petites et moyennes entreprises peu performantes financièrement (axe n° 2)</li> </ul>

Cette classe regroupe des entreprises dont la situation est délicate. **En effet, si elles utilisent plus fortement leurs capacités de production, cela semble être en vain dans la mesure où tous les indicateurs de performance sont inférieurs à la moyenne de leurs consœurs.** Cette inefficacité est imputable, au moins partiellement, à des charges de prsonnel trop élevées. Il semble que pour ces entreprises la résolution de leurs problèmes passe par un rachat, la gestion actuelle étant déficiente. **On semble, de nouveau, s'inscrire dans une problématique de résolution d'un problème d'agence.**

(32) A titre d'illustration, on peut citer quelques exemples : ECONOMATS DU CENTRE, LA RUCHE MERIDIONALE, EUROPEENNE DE SOUFFRES INDUSTRIELS, GUITEL ETIENNE MOBILOR, ...

#### B. 4. UNE EFFICACITE FRAGILE

Seules 3 entreprises forment cette classe dont deux fois la même pour deux opérations successives d'offres publiques : E.M.G.P<sup>(33)</sup>. Le tableau n° 104 propose les variables significatives de cette classe.

TABLEAU n° 104 : LES VARIABLES CARACTERISTIQUES DE LA CLASSE n° 4

TYPES DE VARIABLES	VARIABLES	POSITIONNEMENT SUR LES AXES
ACTIVES	<ul style="list-style-type: none"><li>• CP/Dettes financières supérieur</li><li>• VA/CA supérieur</li><li>• EBE/CA supérieur</li><li>• CA/Actif total inférieur</li><li>• Dettes financières/Actif total inférieur</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Profil d'efficacité (axe n° 1)</li></ul>

Les 3 (2) entreprises se caractérisent par une performance économique supérieure, un endettement faible et une moindre utilisation des capacités de production. **Ainsi, leur efficacité semble souffrir d'un défaut d'activité qui met en jeu leur avenir. Le rachat se présente, ici, comme une garantie pour l'avenir par, éventuellement, le jeu des synergies.**

L'analyse des raisons spécifiques pour la période 1987-1990 nous a permis de mettre en évidence 4 classes :

- l'insertion dans un processus stratégique de réussite ;
- le rachat de grandes entreprises dans le cadre d'une volonté de domination du marché ;
- une gestion déficiente ;
- une efficacité fragile.

De la même façon que pour la période 1970-1985, les raisons des offres publiques d'achat et d'échange s'insèrent dans deux optiques différentes :

---

(33) La deuxième entreprise est CONSTRUCTIONS ELECTRIQUES DE NANCY

- une attitude “positive” où l’OPA/E est le fait d’une volonté stratégique qui n’induit pas nécessairement une situation difficile pour l’entreprise cible ;
- une attitude “réactive” où l’OPA/E est le fruit de problèmes plus ou moins délicats de l’entreprise cible et qui s’inscrit dans le cadre de la théorie de l’agence.

D’autre part, on constate des évolutions de ces raisons dans le temps (1970-1985 par rapport à 1987-1990) :

- Les entreprises cibles sont plus performantes pour la période 1987-1990 en dépit d’un mouvement général similaire de dégradation ;
- Le poids du facteur taille s’est atténué dans la période récente, celui-ci ne semblant plus aussi discriminant.

Enfin, la comparaison des motivations et des raisons implicites des offres publiques d’achat et d’échange, qu’elles soient générales ou spécifiques, **nous permet de conforter empiriquement deux théories explicatives des OPA/E et non exclusives l’une de l’autre :**

- **La théorie de l’efficience** : en effet, les OPA/E apparaissent comme un instrument au service de la stratégie des entreprises initiatrices et l’analyse des raisons nous confirme l’insertion fréquente des entreprises cibles dans un processus de développement mutuel. Ce point corrobore les analyses de M. PORTER (1989). Selon lui, une création de valeur issue d’une opération de croissance externe est subordonnée à la mise en œuvre d’une stratégie efficace où les avantages de la concentration “sur-compensent” les coûts inhérents à la perte d’indépendance de l’entreprise cible.

- **La théorie de l’agence** : le choix des entreprises cibles est souvent dicté par leur gestion déficiente et la nécessité d’une restructuration. Cette conclusion rejoint les constatations de J.W. BANNISTER et A. RIAHI - BELKAOUI (1992) qui ont mis en évidence à l’aide d’indicateurs comptables et boursiers la moindre performance des entreprises cibles par rapport à leurs concurrents sectoriels avant le déclenchement d’une offre publique aux Etats-Unis<sup>(34)</sup>.

Ce constat devra maintenant être confirmé par l’étude proprement dite des stratégies d’offres publiques.

---

(34) On peut aussi se reporter à B. GRAND (1990) pour la France et R. MØRCK, A. SHLEIFER et R.W. VISHNY (1988 et 1989) pour les Etats-Unis.

### 3.3. LES STRATEGIES IMPLICITES DES OFFRES PUBLIQUES D'ACHAT ET D'ECHANGE EN FRANCE DE 1970 À 1982 : LA CONSOLIDATION DE L'AVANTAGE CONCURRENTIEL D'ENTREPRISES APPARTENANT A DES SECTEURS EN CROISSANCE SEMBLE ETRE LA STRATEGIE MAJEURE.

La problématique de notre étude distingue, de nouveau, stratégies générales et spécifiques. Malheureusement, en raison d'un échantillon insuffisant pour la période 1987-1990 (8 couples d'entreprises), seule la période 1970-1985 a pu faire l'objet d'une analyse.

Le tableau n° 105 propose à nouveau le processus méthodologique restreint à l'analyse des stratégies implicites.

TABLEAU n° 105 : LE PROCESSUS METHODOLOGIQUE D'ANALYSE DES STRATEGIES IMPLICITES

	OBJET	ECHANTILLON	VARIABLES	TRAITEMENTS STATISTIQUES
ANALYSE DES STRATEGIES IMPLICITES	Stratégies générales (3.3.1.)	20 couples 1970/1985	7 indicateurs de 1er ordre	Régression LOGIT
	Stratégies spécifiques (3.3.2.)	20 couples 1970/1985	7 indicateurs de 1er ordre	. A.C.P. . C.A.H. . Nuées dynamiques

#### 3.3.1. Les stratégies générales 1970-1985 : une stratégie majeure de consolidation de l'avantage concurrentiel.

Les investigations ont été menées sur la base d'un échantillon de 40 entreprises soit 20 entreprises initiatrices et leurs 20 cibles. Les indicateurs de premier ordre mesurés un an avant l'opération, ont été utilisés. Par ailleurs, on a pu constater que les entreprises initiatrices et cibles appartenaient généralement au même secteur d'activité au sens large (Annexe n° 25-E).

L'analyse univariée (tableau n° 106<sup>(35)</sup>) établit l'existence d'écarts significatifs entre les entreprises initiatrices et leurs cibles.

(35) Les résultats statistiques complets sont présentés dans l'annexe n° 50

TABLEAU n° 106 : LES RESULTATS DE L'ANALYSE UNIVARIEE  
(Stratégies générales, 1970-1985)<sup>(a)</sup>

VARIABLES	N-1
Chiffre d'affaires	0,0001***
Logarithme total actif	0,001***
Résultat net / Chiffre d'affaires	0,03**
Chiffre d'affaires / Actif total	0,63
Dettes à long et moyen terme / Actif total	0,59
Dettes à long et moyen terme / Capitaux propres	0,63
Résultat net / Capitaux propres	0,003***

(a) Les entreprises cibles et témoins sont comparées un an avant l'opération (N-1)

\* significatif à 10%

\*\* significatif à 5%

\*\*\* significatif à 1%

Les entreprises initiatrices se caractérisent par rapport aux entreprises cibles par :

- un chiffre d'affaires supérieur ;
- une taille supérieure (Actif total) ;
- une performance économique supérieure (RN/CA) ;
- une performance financière supérieure (RN/CP).

Ainsi, les entreprises initiatrices sont plus grandes et plus performantes que leurs cibles, ce qui confirme, de nouveau, la théorie de l'agence au sens où ces dernières semblent souffrir d'une gestion déficiente. Par ailleurs, le différentiel de taille conforte plusieurs constatations antérieures :

— **La recherche de la taille critique par les entreprises initiatrices** dans le cadre d'une consolidation de l'avantage concurrentiel et d'une stratégie de domination du marché ;

— **La marginalisation des entreprises cibles** du fait d'une taille insuffisante qui mine leurs performances et conduit à leur rachat.

L'analyse multivariée (annexe n° 51) confirme et précise ces premières conclusions. Le tableau n° 107 présente les deux principaux modèles obtenus par des régressions LOGIT où c'est la probabilité d'être une entreprise cible qui fait l'objet de l'analyse.

TABLEAU n° 107 : LES REGRESSIONS LOGIT DES STRATEGIES  
GENERALES 1970-1985

VARIABLES	MODELES	
	1	2
Constante	4,72	5,24
Chiffre d'affaires	—0,01**	—
Logarithme Actif total	—	—0,01**
Chiffre d'affaires/Actif total	—	—49,46**
Résultat net/Chiffre d'affaires	0,2	—1,31*
Résultat net/Capitaux propres	—1,63*	—3,92*
Dettes à long et moyen terme/Actif total	—	—
Dettes à long et moyen terme/Capitaux propres	—11,51	—
—2LOG(RV)	26,07***	24,25
R2	39,46%	37,74%

\* significatif à 10%

\*\* significatif à 5%

\*\*\* significatif à 1%

Les conclusions de l'analyse multivariée sont quasiment identiques à l'analyse univariée. Les tests du ratio de vraisemblance sont très significatifs et les R<sup>2</sup> très satisfaisants, respectivement, 39,46 % et 37,74 %. Elle apporte une information supplémentaire : les entreprises cibles utilisent plus faiblement leurs capacités de production. Cet élément corrobore nos premières constatations dans la mesure où la marginalisation des entreprises cibles se répercute sur leur activité. Les entreprises initiatrices ressentent le besoin de nouvelles capacités de production qu'elles acquièrent par le biais de croissance externe plutôt que par la croissance interne.

**Une stratégie majeure de consolidation de l'avantage concurrentiel se dégage par la recherche de gisements de croissance et se matérialise par le rachat de parts de marché externes ; le choix de l'entreprise cible est effectué en fonction des alternatives disponibles sur le marché des entreprises (Market of corporate control) avec une prédilection pour des entreprises assez peu rentables et de taille plus faible dont le problème majeur est justement leur marginalisation.**

**3.3.2. Les stratégies spécifiques 1970-1982 : des opérations où les secteurs en croissance semblent les plus concernés.**

L'analyse a été réalisée à partir de l'échantillon de 20 couples d'entreprises. Les variables actives correspondent aux rapports des indicateurs de premier ordre, mesurés un an avant l'opération, des entreprises initiatrices et cibles (initiatrices/cibles). Aucune variable illustrative n'a été utilisée.

**3.3.2.1. L'A.C.P. : des opérations de développement adaptées aux situations respectives des entreprises**

Trois axes significatifs représentant 85,62 % de l'inertie totale ont été retenus pour l'analyse. Le tableau n° 108 répertorie les inerties de chacun des axes et leur cumul. L'annexe n° 52 présente les résultats statistiques de l'A.C.P.

**TABLEAU n° 108 : L'INERTIE EXPLIQUEE PAR LES AXES DE L'A.C.P.**

AXE	POURCENTAGE D'INERTIE	POURCENTAGE CUMULE
1	34,31%	34,31%
2	29,96%	64,27%
3	21,35%	85,62%

**A. L'AXE N° 1 : l'OPPOSITION ENTRE DES OPERATIONS DE DOMINATION DES MARCHES EN DECLIN ET DE DEVELOPPEMENT MUTUEL.**

L'axe n° 1 (34,41 % de l'inertie totale) a été étudié à l'aide des variables récapitulées dans le tableau n° 109.

**Tableau n° 109 : LES VARIABLES CARACTERISTIQUES DE L'AXE n° 1**

CATEGORIE 1	CATEGORIE 2
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Chiffre d'affaires</li> <li>• Actif total</li> <li>• DLMT/Actif total</li> <li>• DLMT/Capitaux propres</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• RN/CP</li> </ul>



Cet axe articulé autour des notions de taille et d'endettement permet de dégager deux catégories d'opérations :

— **des opérations de domination du marché** de la part d'entreprises initiatrices beaucoup plus grandes et endettées que les entreprises cibles mais dont les performances financières ne se distinguent pas sensiblement. On se situe certainement, ici, dans le cadre d'une stratégie de domination de marchés mûrs ou en déclin où seule la part de marché est importante et où le maintien passe par une transformation en une entreprise oligopolistique<sup>(36)</sup> ;

— **des opérations de développement mutuel** où l'écart de taille entre les entreprises initiatrices et cibles est moins déterminant et où les synergies sont recherchées. La situation favorable de l'entreprise cible moins endettée et plus performante financièrement en fait une cible de choix.

**B. L'AXE n° 2 : L'OPPOSITION ENTRE DES OPERATIONS DE RECHERCHE DE LA TAILLE CRITIQUE ET DE CONSOLIDATION DE L'AVANTAGE CONCURRENTIEL DANS DES SECTEURS EN CROISSANCE.**

L'interprétation de l'axe n° 2 (29,96 % de l'inertie totale) a été réalisée à partir de 3 variables reprises dans le tableau n° 110.

**TABLEAU n° 110 : LES VARIABLES CARACTERISTIQUES DE L'AXE n° 2**

CATEGORIE 1	CATEGORIE 2
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Chiffre d'affaires</li> <li>• CA/Actif total</li> <li>• RN/CP</li> </ul>	—

(36) On peut rapprocher ce résultat avec la stratégie générique de domination globale par les coûts développée par M.E. PORTER (1986) destinée à acquérir un avantage concurrentiel défendable à long terme. Les marchés mûrs ou en déclin permettent difficilement d'adopter une autre stratégie performante.

Cet axe souligne, une fois de plus, l'importance de l'écart de taille mais le précise de façon différente ; on distingue deux types d'opérations :

— **des opérations de consolidation de l'avantage concurrentiel** d'entreprises initiatrices plus grandes, plus actives et plus performantes que leurs cibles et qui appartiennent vraisemblablement à des secteurs en croissance ou en passe de devenir mûrs. Elles profitent des difficultés de concurrents moins puissants pour accroître leur part de marché<sup>(37)</sup> ;

— **des opérations de développement mutuel** d'entreprises cibles et initiatrices appartenant à un secteur en croissance et qui recherchent toutes les deux la taille critique.

### C. L'AXE n° 3 : L'OPPOSITION ENTRE DES OPERATIONS DE CONSOLIDATION DE L'AVANTAGE CONCURRENTIEL PAR DES ENTREPRISES "VACHES A LAIT" ET DE DEVELOPPEMENT MUTUEL.

Le tableau n° 111 présente les variables significatives utilisées pour l'interprétation de l'axe n° 3 (21,35 % de l'inertie totale).

TABLEAU n° 111 : LES VARIABLES CARACTERISTIQUES DE L'AXE n° 3

CATEGORIE 1	CATEGORIE 2
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Chiffre d'affaires</li> <li>• Actif total</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• DLMT/Actif total</li> <li>• DLMT/CP</li> </ul>

L'axe n° 3 oppose deux catégories d'opérations :

— **des opérations de consolidation de l'avantage concurrentiel** par des entreprises initiatrices "vaches à lait" appartenant à des secteurs mûrs dont les besoins d'investissement sont limités ainsi que l'endettement mais dont la performance n'est pas très distincte des entreprises cibles. La survie des entreprises initiatrices et cibles passe par un regroupement dont l'initiative appartient aux entreprises les plus grandes et les moins endettées.

(37) La stratégie de ces opérations semble s'apparenter au développement d'entreprises "étoiles" au sens de la matrice d'analyse de portefeuille du Boston Consulting Group.

— **des opérations de développement mutuel** des entreprises où l'écart de taille entre entreprises cibles et initiatrices n'est pas déterminant mais où les synergies sont recherchées.

### 3.3.2.2. Une partition marquée par le cycle sectoriel

Bien que l'on ait retenu une partition en 4 classes, nous n'avons pu identifier que deux stratégies spécifiques des offres publiques pour la période 1970/1985 ; deux classes mises en évidence se composant chacune d'une seule unité d'analyse. Les coordonnées factorielles des couples d'entreprises issues de l'A.C.P. ont servi de base à la C.A.H. (annexe n° 53). L'inertie interclasses après optimisation par les nuées dynamiques est de 88,10 % ce qui garantit une excellente homogénéité des classes. L'annexe n° 54 comprend l'ensemble des résultats statistiques concernant la partition retenue.

#### A. LA RECHERCHE DE SYNERGIES ET DE LA TAILLE CRITIQUE

Cette classe regroupe 14 couples d'entreprises dont les caractéristiques distinctives sont présentées dans le tableau n° 112.

TABLEAU n° 112 : LES VARIABLES CARACTERISTIQUES DE LA CLASSE n° 1

VARIABLES	POSITIONNEMENT SUR LES AXES
<ul style="list-style-type: none"> <li>• DLMT/CP inférieur</li> <li>• DLMT/Actif total inférieur</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Opérations de développement mutuel (Axe n° 1)</li> <li>• Opérations de recherche de la taille critique (Axe n° 2)</li> </ul>

Les couples d'entreprises composant cette classe ont des endettements voisins et **les opérations sont destinées à générer des synergies et à atteindre une taille critique. Elles appartiennent à des secteurs de croissance ou mûrs depuis peu de temps.**

Ce type de stratégies d'offre publique peut être illustré par plusieurs exemples :

- L'offre publique de la S.A. TELECOMMUNICATIONS sur SILEC en 1982 ;
- L'offre publique de la S.A.E. sur A. BORIE en 1980 ;
- L'offre publique des GRAND MOULINS DE PANTIN sur les MALTERIES FRANCO-BELGES en 1980 ;
- L'offre publique de HAVAS sur AVENIR PUBLICITE en 1979 ;

- L'offre publique des COMPTOIRS MODERNES sur les ECONOMIQUES DE RENNES en 1977 ;
- L'offre publique de ARJOMARI PRIOUX sur CANSON & MONTGOLFIER en 1976 ;
- L'offre publique de FOUGEROLLE sur CHIMIQUE LA ROUTE en 1973.

On constate que ces offres publiques sont le fait de secteurs dynamiques mais où la poursuite de la croissance passe par le regroupement de compétences en prévision d'une intensification de la concurrence. Elles s'inscrivent dans une stratégie cohérente de développement à long terme basée sur la recherche de synergies, ce qui devrait garantir leur efficacité<sup>(38)</sup>.

## B. LA RECHERCHE DE L'EFFET D'EXPERIENCE

4 couples d'entreprises composent cette classe<sup>(39)</sup> dont les variables caractéristiques sont proposées dans le tableau n° 113.

TABLEAU n° 113 : LES VARIABLES CARACTERISTIQUES DE LA CLASSE n° 2

VARIABLES	POSITIONNEMENT SUR LES AXES
<ul style="list-style-type: none"> <li>• DLMT/CP supérieur</li> <li>• DLMT/Actif total supérieur</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Opérations de domination de marchés en déclin (Axe n° 1)</li> <li>• Opérations de consolidation de l'avantage concurrentiel par des entreprises "vaches à lait" (Axe n° 3)</li> </ul>

(38) On peut se référer notamment aux travaux de D.H. HOPKINS (1987 A et B).

(39) Les 4 offres publiques appartenant à cette classe sont :

- l'offre publique de l'ALLOBROGE sur le GRAND BAZAR DE LYON en 1980 ;
- l'offre publique de THOMSON BRANDT sur la SOCIETE FRANCAISE DE TELEPHONES ERICSSON (SFTE) en 1977 ;
- l'offre publique des MINES DE BITUME ET D'ASPHALTE sur FEREM en 1974 ;
- l'offre publique de LE NICKEL sur la COMPAGNIE DE MOKTA en 1970.

Les couples d'entreprises composant cette classe ont des endettements très différents, les entreprises initiatrices l'étant nettement plus. **Ces opérations s'inscrivent dans un processus de domination du marché destiné à consolider l'avantage concurrentiel sur des marchés peu porteurs et où la survie, s'appuyant sur des coûts de plus en plus maîtrisés, nécessite de disposer d'une part de marché de plus en plus importante pour bénéficier de l'effet d'expérience. L'initiative des opérations appartient nécessairement à la plus grande des deux sociétés.**

Les comportements stratégiques des entreprises initiatrices semblent être déterminés par les cycles sectoriels. Les secteurs en croissance, compte-tenu de notre échantillon dont nous avons vu qu'il avait une représentativité correcte pour la période 1970-1985, sont beaucoup plus concernés par les opérations d'offres publiques d'achat et d'échange.

Les deux stratégies mises en évidence concourent à un **renforcement de la position de marché**<sup>(40)</sup> avec un décalage par rapport au cycle sectoriel : croissance dans le premier cas, maturité dans le second.

---

(40) A. JACQUEMIN, P. BUIGUES et ILZKOVITZ (1989) ont distingué 4 types d'avantages potentiels liés à ces opérations de concentrations par acquisition :

- les économies d'échelle ;
- le phénomène d'apprentissage/l'effet d'expérience ;
- les économies de gamme ;
- la réduction des coûts de transaction.

Dans le premier cas, la recherche de synergies et de la taille critique, c'est plutôt les économies d'échelle et de gamme qui sont principalement à l'origine des offres publiques ; dans le second cas, l'effet d'expérience et la réduction des coûts de transaction.

## **CONCLUSION : LA VALIDATION EMPIRIQUE ET LA HIERARCHISATION DES THEORIES DE L'EFFICIENCE ET DE L'AGENCE.**

**L'interprétation globale des analyses empiriques portant sur les motivations, raisons et stratégies implicites, nous permet d'apporter plusieurs informations à propos des motivations des offres publiques d'achat et d'échange en France de 1970 à 1990.**

Si l'on considère les motivations, au sens large (motivations, raisons et stratégies), des offres publiques d'achat et d'échange, on note plusieurs points fondamentaux :

— **L'offre publique d'achat ou d'échange apparaît comme un instrument au service de la stratégie des entreprises initiatrices** quelles qu'elles soient. En effet, les entreprises sont amenées à engager des offres publiques pour s'assurer de nouveaux gisements de croissance et ainsi consolider, sauvegarder ou générer leur avantage concurrentiel. C'est un instrument du développement des entreprises choisi en fonction d'impératifs très souvent d'ordre sectoriel. **Néanmoins, une motivation spécifique (1987-1990), la fuite en avant, semble s'extraire de cette logique et peut aisément être rapprochée de l'hypothèse du "managérialisme" et de la manifestation d'un problème d'agence concernant l'entreprise initiatrice ;**

— Le choix des entreprises cibles semble être le fait de trois facteurs non nécessairement exclusifs l'un de l'autre :

- **La résolution d'un problème d'agence** : la situation économique des entreprises cibles est le plus souvent délicate et leur survie en tant qu'entité indépendante en est compromise. Le rachat par une entreprise tierce permet de transférer le contrôle de la société et de remplacer la direction pour obtenir une exploitation plus efficace des ressources existantes ;

- **La crainte de la marginalisation des entreprises concernées** : raisonnablement performantes, elles connaissent un déclin de leur activité imputable à une taille ou à des parts de marché insuffisantes, leur fragilité les contraint à rechercher des alliances garantes de leur survie à long terme ;

- **La soumission à un processus externe** : les entreprises ne souffrent pas d'une performance ou d'une activité insuffisantes et subissent les OPA/E sans qu'elles ne semblent motivées par des raisons impératives. Leur rachat peut éventuellement être considéré comme l'expression d'un processus d'Hubris de la part de l'entreprise initiatrice, ou encore, comme la volonté de diversification de cette dernière.

— **L'influence sectorielle sur les stratégies d'offres publiques d'achat et d'échange mises en œuvre est essentiel** avec deux facteurs majeurs recensés :

- la recherche des synergies et de la taille critique (secteurs en croissance);
- la recherche de l'effet d'expérience (secteurs mûrs ou en déclin).

— **Les motivations sont principalement d'origine managériale** : à l'exception de la période 1970-1985 où des motivations financières (fermeture du capital) et managériales cohabitent, les motivations managériales s'imposent sur l'ensemble de la période 1970-1990.

Aussi, l'étude des motivations implicites consacre-t-elle la validation empirique de deux théories explicatives des motivations des offres publiques d'achat et d'échange : les théories de l'efficacité et de l'agence. **On note que ces deux théories se complètent utilement et que la théorie de l'agence est plutôt au service de la théorie de l'efficacité : l'OPA s'insère dans la stratégie des entreprises initiatrices et le choix de l'entreprise cible est souvent inspiré par la gestion déficiente et la nécessité d'une restructuration de cette dernière.**

### 3.4. L'EFFICACITE DES OFFRES PUBLIQUES D'ACHAT ET D'ECHANGE EN FRANCE DE 1970 À 1985 : LES OFFRES PUBLIQUES NE SONT, SEMBLE-T-IL, NI PERFORMANTES, NI EFFICACES.

La présentation des résultats obtenus est articulée autour de deux points :

- La performance des offres publiques d'achat et d'échange dans l'absolu ;
- L'efficacité des stratégies/motivations des offres publiques d'achat et d'échange.

Le tableau n° 114 propose à nouveau le processus méthodologique restreint à l'analyse de la performance et de l'efficacité des offres publiques.

TABLEAU n° 114 : LE PROCESSUS METHODOLOGIQUE - PERFORMANCE ET EFFICACITE DES OFFRES PUBLIQUES D'ACHAT ET D'ECHANGE.

	OBJET	ECHANTILLON	VARIABLES	TRAITEMENTS STATISTIQUES
ANALYSE DES PERFORMANCES DANS L'ABSOLU	Performance des entreprises initiatrices (3.4.1.1.)	20 entreprises initiatrices 1970/1980	7 indicateurs de 1er ordre	Test de WILCOXON-MANN-WHITNEY
	Performance des entreprises cibles (3.4.1.2.)	43 entreprises cibles 1970/1985	7 indicateurs de 1er ordre	Test de WILCOXON-MANN-WHITNEY
ANALYSE DE L'EFFICACITE	Efficacité des raisons spécifiques implicites (3.4.2.1.)	41 entreprises cibles 1970/1985	7 indicateurs de 1er ordre raisons spécifiques	Test de WILCOXON-MANN-WHITNEY
	Efficacité des motivations générales explicites (3.4.2.2.)	21 entreprises cibles 1970/1985	7 indicateurs de 1er ordre motivations explicites	Test de WILCOXON-MANN-WHITNEY

#### 3.4.1. La performance des offres publiques d'achat et d'échange : l'absence d'influence sur les entreprises initiatrices et le constat d'échec pour les entreprises cibles

L'analyse de la performance des offres publiques d'achat et d'échange a été menée séparément pour les entreprises cibles et initiatrices.

##### 3.4.1.1. La performance des offres publiques d'achat et d'échange pour les entreprises initiatrices : l'absence d'évolution de la performance

Quels que soient les intervalles de temps étudiés, aucune variation significative des indicateurs financiers des entreprises initiatrices n'a été enregistrée pour la période 1970-1980 comme l'indique le tableau n° 115.



TABLEAU n° 115 : L'ANALYSE DE LA PERFORMANCE DES OPA/E POUR  
LES ENTREPRISES INITIATRICES (1970-1980)

PERIODE D'ANALYSE	NOMBRE D'ENTREPRISES	RESULTATS
N+1 / N	20	—
N+2 / N+1	20	—
N+3 / N+2	18	—
N+4 / N+3	15/12*	—
N+5 / N+4	15/11*	—
N+5 / N	15/11*	—
N+5 / N-1	15/11*	—

\* Compte-tenu des données dont nous disposons, toutes les données n'ont pu faire l'objet d'une analyse, ainsi le chiffre d'affaires et RN/CA ont été testés pour les quatre dernières périodes sur 15 entreprises, les autres indicateurs n'ayant pu être testés que sur 12 ou 11 entreprises.

Le tableau n° 116 détaille l'ensemble des résultats statistiques (l'annexe n° 55 contient les résultats complets).

TABLEAU n° 116 : LES TESTS DE COMPARAISON DES INDICATEURS DE  
PREMIER ORDRE POUR LES ENTREPRISES INITIATRICES  
(1970-1980)(a)

VARIABLES	N+1/N	N+2/N+1	N+3+N+2	N+4/N+3	N+5/N+4	N+5/N	N+5/N-1
Chiffre d'affaires	0,80	0,62	0,91	0,77	0,86	0,55	0,39
Logarithme Actif total	0,76	0,86	0,86	0,93	0,89	0,72	0,38
Résultat net / Chiffre d'affaires	0,99	0,42	0,96	0,77	0,74	0,36	0,68
Chiffre d'affaires / Actif total	0,97	0,82	0,89	0,79	0,89	0,87	0,92
Dettes à long et moyen terme / Actif total	0,76	0,66	0,86	0,71	0,79	0,25	0,58
Dettes à long et moyen terme / Capitaux propres	0,63	0,93	0,79	0,75	0,79	0,72	0,77
Résultat net / Capitaux propres	0,33	0,84	0,74	0,84	0,51	1,00	0,60

(a) Les valeurs présentées correspondent à la significativité des différences existantes obtenues à l'aide du test de WILCOXON-MANN-WHITNEY (la valeur N est l'année de réalisation de l'offre publique, et N+5, par exemple, correspond à 5 ans après l'opération). Elles sont significatives lorsqu'elles sont inférieures ou égales à 0,10 (soit 10%).

- \* significatif à 10%
- \*\* significatif à 5%
- \*\*\* significatif à 1%

L'absence d'évolution significative peut être interprétée de différentes façons :

— Elle est l'expression d'une absence d'influence sur les entreprises initiatrices, c'est-à-dire que ces dernières ne sont pas affectées, positivement ou négativement par l'opération. Compte-tenu de la différence de taille constatée entre les entreprises initiatrices et cibles au profit des premières, on peut considérer que les éléments chiffrés ne sont pas en mesure de rendre compte de l'influence des offres publiques d'achat et d'échange ;

— Les offres publiques d'achat et d'échange ont plus servi à neutraliser la concurrence et à préserver un avantage concurrentiel qu'à améliorer l'efficacité de l'entreprise initiatrice ;

— Elle est la conséquence d'une technique d'analyse statistique trop frustrante et d'un échantillon trop réduit. Cependant, l'analyse des motivations implicites appliquée avec une technique identique à des échantillons de taille similaire nous a permis d'obtenir des résultats probants quoique moins affirmés par rapport à une technique d'analyse multivariée.

**En dépit des réserves liées à la taille relative et à la volonté manichéenne de neutralisation de la concurrence, il semble que les offres publiques d'achat et d'échange n'améliorent ni ne dégradent la performance des entreprises initiatrices<sup>(41)</sup>.**

#### 3.4.1.2. La performance des OPA/E pour les entreprises cibles : le constat sous réserve d'un échec.

Le tableau n° 117 présente les résultats obtenus pour l'analyse de la performance des entreprises cibles dans l'absolu.

---

(41) Ce constat n'a malheureusement pas pu être validé par un échantillon témoin en l'absence d'une disponibilité du code APE nécessaire à la réalisation d'un pairage.

TABLEAU n° 117 : L'ANALYSE DE LA PERFORMANCE DES OPA/E POUR LES ENTREPRISES CIBLES (1970-1985)

PERIODE D'ANALYSE	NOMBRE D'ENTREPRISES	RESULTATS
N+1 / N	43	RN/CP supérieur
N+2 / N+1	43	—
N+3 / N+2	37	RN/CA inférieur
N+4 / N+3	35/31*	—
N+5 / N+4	32/26*	—
N+5 / N	32/26*	—
N+5 / N-1	26	—

\* Compte-tenu des données dont nous disposons, toutes les données n'ont pu faire l'objet d'une analyse. Ainsi le chiffre d'affaires et RN/CA ont pu être testés plus fréquemment.

Le tableau n° 118 présente l'ensemble des résultats statistiques (l'annexe n° 56 contient les résultats complets).

TABLEAU n° 118 : LES TESTS DE COMPARAISON DES INDICATEURS DE PREMIER ORDRE POUR LES ENTREPRISES CIBLES (1970-1985)

VARIABLES	N+1/N	N+2/N+1	N+3+N+2	N+4/N+3	N+5/N+4	N+5/N	N+5/N-1
Chiffre d'affaires	0,80	0,85	0,76	0,94	0,97	0,64	0,51
Logarithme Actif total	0,84	0,81	0,90	0,93	0,76	0,81	0,85
Résultat net / Chiffre d'affaires	0,22	0,23	0,09*	0,96	0,96	0,35	0,81
Chiffre d'affaires / Actif total	0,79	0,96	0,59	0,98	0,53	0,80	0,50
Dettes à long et moyen terme / Actif total	0,61	0,55	0,58	0,98	0,45	0,78	0,66
Dettes à long et moyen terme / Capitaux propres	0,51	0,84	0,42	0,97	0,42	0,84	0,99
Résultat net / Capitaux propres	0,03**	0,37	0,14	0,79	0,33	0,57	0,91

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

L'amélioration de la performance financière la première année et la détérioration de la performance économique pendant la troisième année ne nous permettent pas de tirer des conclusions générales dans la mesure où l'ensemble de la période (N+5/N+1 et N+5/N-1) ne présente aucune évolution significative.

Cette constatation donne lieu à différentes interprétations :

— **Les offres publiques d'achat et d'échange n'améliorent ni ne détériorent la performance des entreprises cibles, dont nous avons constaté qu'elle s'était dégradée pendant la période précédant l'opération. Aussi, l'offre publique d'achat et d'échange en tant qu'instrument stratégique et/ou de résolution d'un problème d'agence, serait vouée à l'échec, ce qui ne présume pas de cas de réussites isolés ;**

— **L'insuffisance de la technique statistique déjà évoquée pour les entreprises initiatrices ne nous apparaît pas plus recevable ;**

— **Les sorties de l'échantillon ne seraient pas le fait du hasard sans que nous puissions les qualifier positivement ou négativement au regard de la performance<sup>(42)</sup>.**

**Ainsi, l'absence d'évolution apparaît plus certainement comme le fait d'un échec des offres publiques d'achat et d'échange, la situation défavorable des entreprises cibles ne connaissant pas d'amélioration sous réserve d'un mouvement de sortie non anodin.**

#### **3.4.2 L'efficacité des stratégies/motivations des offres publiques d'achat et d'échange : la confirmation de l'inefficacité.**

L'efficacité des stratégies/motivations a été mesurée pour les entreprises cibles en fonction des raisons implicites spécifiques et des motivations explicites.

---

(42) La disparition d'entreprises de l'échantillon au cours des années postérieures à l'offre peut être le fait de plusieurs raisons dont nous avons donné une liste indicative dans la deuxième partie (voir 2.2.3.). Si l'une de ces explications domine, cela n'est pas indifférent à notre mesure de l'efficacité, par exemple, la volonté de masquer les déficits de l'entreprise cible et l'échec éventuel de l'opération de rachat. Malheureusement, nous ne sommes pas en mesure de fournir cette information. C'est pourquoi nos résultats sont valides sous réserve d'un mouvement de sortie non "anodin".

3.4.2.1. L'efficacité des offres publiques d'achat et d'échange pour les entreprises cibles en fonction des raisons implicites spécifiques : l'inefficacité des théories de l'agence et de l'efficience.

Deux raisons spécifiques sur les trois mises en évidence ont pu être testées (l'effectif disponible pour la troisième classe était insuffisant) :

- le déclin des grandes entreprises ;
- la recherche de la taille critique et de la rentabilisation de l'avantage concurrentiel.

Le tableau n° 119 reprend les résultats de l'analyse.

TABLEAU n° 119 : L'ANALYSE DE L'EFFICACITE DES RAISONS SPECIFIQUES (1970-1985)

CLASSE	PERIODE D'ANALYSE	NBRE D'ENTREPRISES	RESULTATS
LE DECLIN DES GRANDES ENTREPRISES	N+2 / N-1	7	—
	N+5 / N-1	5	—
LA RECHERCHE DE LA TAILLE CRITIQUE ET DE LA RENTABILISATION DE L'AVANTAGE CONCURRENTIEL	N+2 / N-1	34	—
	N+5 / N-1	19	—

Le tableau n° 120 présente l'ensemble des résultats statistiques (l'annexe n° 57 contient les résultats complets).

TABLEAU n° 120 : LES TESTS DE COMPARAISON DES INDICATEURS DE PREMIER ORDRE PAR RAPPORT AUX RAISONS SPECIFIQUES IMPLICITES (1970-1985)

VARIABLES	LE DECLIN DES GRANDES ENTREPRISES		LA RECHERCHE DE LA TAILLE CRITIQUE ET DE LA RENTABILISATION DE L'AVANTAGE CONCURRENTIEL	
	N+2/N-1	N+5/N-1	N+2/N-1	N+5/N-1
Chiffre d'affaires	0,65	0,92	0,30	0,34
Total actif	0,75	0,60	0,43	0,65
Résultat net / Chiffre d'affaires	0,65	0,92	0,82	0,37
Chiffre d'affaires / Actif total	0,56	0,75	0,43	0,42
Dettes à long et moyen terme / Actif total	0,22	0,35	0,95	0,85
Dettes à long et moyen terme / Capitaux propres	0,22	0,35	0,59	0,80
Résultat net / Capitaux propres	0,85	0,75	0,37	0,55

\* significatif à 10%

\*\* significatif à 5%

\*\*\* significatif à 1%

Aucune évolution significative n'a pu être répertoriée, ce qui confirme les résultats généraux obtenus pour la performance dans l'absolu en tenant compte de réserves identiques.

Ces résultats semblent aussi indiquer qu'il n'existe pas de modalité spécifique motivant le retrait de la cote dans la mesure où l'on aurait pu supposer que la disparition d'entreprises de l'échantillon pouvait être liée à une raison spécifique initiale.

Au delà des premières constatations, cette analyse semble confirmer **l'inefficacité des théories de l'efficacité (illustrée par la motivation de recherche de la taille critique et de la rentabilisation de l'avantage concurrentiel) et de l'agence (illustrée par la motivation de déclin des grandes entreprises)** dans le cadre d'un rachat par offre publique d'achat ou d'échange.

3.4.2.2. L'efficacité des offres publiques d'achat et d'échange pour les entreprises cibles en fonction des motivations générales explicites : l'absence d'évolution significative.

Deux motivations générales explicites ont fait l'objet d'un test (les quatre autres présentaient des effectifs insuffisants) :

- La motivation financière de restructuration capitalistique ;
- La motivation managériale.

L'analyse des résultats doit tenir compte des différences d'échantillonnage entre les entreprises cibles concernées et les opérations analysées pour les motivations explicites avec des critères de sélection beaucoup plus stricts pour les premières et des périodes d'analyse différentes, respectivement, 1970-1985 et 1970-1990. Ainsi, peu d'entreprises ont été retenues pour l'analyse de l'efficacité :

— La motivation financière de restructuration capitalistique concernait 76 entreprises au départ et seules 10 ont été retenues ;

— La motivation managériale concernait 101 entreprises à l'origine et seules 11 ont fait l'objet de l'analyse.

Le tableau n° 121 reprend les résultats de l'analyse.

TABLEAU n° 121 : L'ANALYSE DE L'EFFICACITE DES MOTIVATIONS  
GENERALES EXPLICITES POUR LES ENTREPRISES  
CIBLES (1970-1985)

CLASSE	PERIODE D'ANALYSE	NBRE D'ENTREPRISES	RESULTATS
MOTIVATION FINANCIERE DE RESTRUCTURATION CAPITALISTIQUE	N+5 / N-1	10	—
MOTIVATION MANAGERIALE	N+5 / N-1	11	—

Le tableau n° 122 présente les résultats statistiques (l'annexe n° 56 contient les résultats complets).

TABLEAU n° 122 : LES TESTS DE COMPARAISON DES INDICATEURS DE PREMIER ORDRE PAR RAPPORT AUX MOTIVATIONS GENERALES IMPLICITES (1970-1985)

VARIABLES	MOTIVATION FINANCIERE DE RESTRUCTURATION CAPITALISTIQUE N+5/N-1	MOTIVATION MANAGERIALE N+5/N-1
Chiffre d'affaires	0,94	0,34
Total actif	0,65	0,53
Résultat net/Chiffre d'affaires	0,88	0,49
Chiffre d'affaires/Actif total	0,76	0,49
Dettes à long et moyen terme/Actif total	0,41	0,58
Dettes à long et moyen terme/Capitaux propres	0,55	0,97
Résultat net/Capitaux propres	0,94	0,58

\* significatif à 10%

\*\* significatif à 5%

\*\*\* significatif à 1%

Au delà des problèmes d'échantillonnage, on constate une nouvelle fois l'absence d'évolution significative ce qui est cohérent avec les résultats précédents.



**CONCLUSION TROISIEME PARTIE  
L'AMBIGUITE DE MOTIVATIONS COHERENTES ET  
D'UNE ABSENCE D'EFFICACITE**

La confrontation des études empiriques menées séparément sur les motivations implicites, les motivations explicites et l'efficacité des offres publiques nous permet d'avoir une vision globale des offres publiques d'achat et d'échange en France de 1970 à 1990.

Deux points principaux se dégagent :

- La convergence des recherches sur les motivations explicites et implicites des offres publiques ;
- L'absence d'efficacité des offres publiques.

**A. LA CONVERGENCE DES RECHERCHES SUR LES MOTIVATIONS EXPLICITES ET IMPLICITES.**

**Avant de comparer les résultats respectifs obtenus par les recherches sur les motivations explicites et implicites, quelques points doivent être rappelés :**

- Les échantillons d'analyse présentent des différences notables. En effet, si la constitution de l'échantillon destiné à l'étude des motivations explicites n'était limitée que par la disponibilité des données, ce n'était pas le cas pour les motivations implicites. Ainsi, les entreprises initiatrices étrangères, ou encore, appartenant aux secteurs financier ou immobilier, ont été écartés. De ce fait, par exemple, les éléments distinctifs signalés par l'analyse des motivations explicites à propos des secteurs de l'immobilier ou de l'assurance ne peuvent être comparés. D'autre part, au delà de ces considérations, les entreprises composant les échantillons ne sont pas nécessairement les mêmes, les contraintes de disponibilité des données n'étant pas identiques ;
- L'analyse des motivations implicites a distingué les motivations, raisons et stratégies des offres publiques, ce qui n'est pas le cas de l'analyse des motivations explicites. Il a été considéré que ces dernières, bien qu'elles soient l'expression des entreprises initiatrices, englobaient aussi les raisons et stratégies, ce qui est étayé par la nature de ces discours qui intègrent généralement les trois aspects ;
- Les deux recherches sur les motivations s'inscrivent dans une problématique empirico-inductive, ce qui garantit une cohérence des choix interprétatifs.

**La comparaison des motivations explicites et implicites permet de relever de nombreux points communs significatifs d'une validation croisée des deux recherches :**

— Les offres publiques sont un instrument de la gestion stratégique des entreprises.

Les deux recherches que nous avons menées concluent de façon similaire à la primauté du processus stratégique dans la genèse des offres publiques d'achat et d'échange, ce qui valide **le rôle central de la théorie de l'efficience** dans l'explication des offres publiques. La logique managériale mise en évidence lors de l'étude des motivations explicites en est l'expression dont nous avons constaté qu'elle pouvait prendre plusieurs formes : logique industrielle, logique commerciale,... De la même manière, l'analyse des motivations implicites souligne le caractère majeur des motivations stratégiques et leur diversité articulée autour de la recherche ou du maintien de l'avantage concurrentiel ;

— La volonté restructuratrice décelée par l'analyse des motivations explicites s'apparente à la résolution des problèmes d'agence dégagée par l'étude des motivations implicites.

La théorie de l'agence est confortée par les deux investigations sans toutefois qu'elle puisse nourrir de sentiment hégémonique dans la mesure où elle n'intervient pas systématiquement dans le processus des offres publiques et où le jugement sur les opérations hostiles demeure mitigé. **La théorie de l'agence n'intervient qu'en second rang au sens où elle s'intègre à une logique stratégique** ; l'offre publique correspond à la volonté stratégique de l'entreprise initiatrice et le choix de la cible peut être influencé par des raisons apparentées à la théorie de l'agence ;

— L'effet de l'appartenance sectorielle est déterminant.

Le cycle de chacun des secteurs conditionne le comportement stratégique des entreprises initiatrices et cibles. Si les particularismes des secteurs de l'immobilier et de l'assurance n'ont pu faire l'objet d'une double validation, au contraire, le secteur de la distribution s'est distingué dans un cas comme dans l'autre ;

— La marginalisation des motivations financières au profit des motivations managériales. Chacune des études souligne le rôle décroissant des motivations financières au cours du temps au bénéfice des motivations managériales/stratégiques.

Cependant, quelques différences imputables aux données de base peuvent être notées telles que les dimensions internationale ou entrepreneuriale qui n'étaient pas mesurées, ni discernables dans le cas des motivations implicites et inversement pour le facteur taille.

La cohérence des motivations explicites et implicites peut être illustrée par la comparaison directe des résultats obtenus pour plusieurs offres publiques. Pour ce faire, nous avons retenu les 20 couples d'entreprises initiatrices et cibles recensés pour l'analyse des stratégies implicites (tableau n° 123).

Deux éléments principaux ressortent de l'analyse de ce tableau :

— La cohérence des motivations explicites et implicites : la primauté du processus stratégique est affirmée avec une convergence des motivations explicites et implicites. Celle-ci s'exprime principalement au travers de la concordance entre motivation managériale (motivation explicite) et recherche de la taille critique (motivation implicite) qui permet d'envisager de bénéficier de synergies ou d'un effet d'expérience afin de générer et rentabiliser l'avantage concurrentiel pour les deux parties prenantes. La motivation de fermeture du capital s'inscrit de la même façon dans un processus stratégique ce qui confirme la priorité des aspects managériaux sur les aspects financiers;

— La singularité du secteur de la distribution : 3 opérations relèvent du secteur de la distribution (ALLOBROGE/GRAND BAZAR DE LYON ; CEDIS/ECONOMIQUES TROYENS ET DOCKS REUNIS ; COMPTOIRS MODERNES/ECONOMIQUES DE RENNES). Si la motivation managériale commerciale (motivation explicite) exprime une singularité, les motivations implicites ne les distinguent pas des autres. Ce point souligne simplement que le choix d'une stratégie d'OPA est influencée par l'état du cycle sectoriel.

**Cette comparaison a permis une validation croisée des recherches et souligne ainsi la richesse des problématiques et méthodologies adoptées.** Elle indique l'existence d'un discours explicite sincère des entreprises initiatrices, sachant que cette remarque doit être nuancée par les différences évoquées entre les échantillons; notre confirmation individuelle ne portant que sur 20 offres publiques.

Les offres publiques s'inscrivent dans un processus positif pour l'ensemble des partenaires concernés, ce qui, paradoxalement, n'a pas été validé par le constat d'une réelle efficacité.

TABLEAU n° 123 : LA COMPARAISON DES MOTIVATIONS EXPLICITES, MOTIVATIONS IMPLICITES, RAISONS IMPLICITES ET STRATEGIES IMPLICITES (1970-1982)

OFFRES PUBLIQUES (INITIATRICES/CIBLES)*	MOTIVATIONS EXPLICITES GENERALES	MOTIVATIONS IMPLICITES SPECIFIQUES (initiatrices)	RAISONS IMPLICITES SPECIFIQUES (cibles)	STRATEGIES IMPLICITES SPECIFIQUES (initiatrices et cibles)
SA TELECOMMUNICATIONS /SILEC (1982)	—	Recherche de la taille critique	Recherche de la taille critique et rentabilisation de l'avantage concurrentiel	Recherche de synergies et de la taille critique
S.A.E./A. BORIE (1980)	Motivation financière de restructuration capitalistique	—	Recherche de la taille critique et rentabilisation de l'avantage concurrentiel	Recherche de synergies et de la taille critique
L'ALLOBROGE/GRAND BAZAR DE LYON (1980)	Motivation managériale commerciale	Recherche de la taille critique	Recherche de la taille critique et rentabilisation de l'avantage concurrentiel	Recherche de l'effet d'expérience
GRANDS MOULINS DE PANTIN/MALTERIES FRANCO-BELGE (1980)	Motivation managériale	Recherche de la taille critique	Recherche de la taille critique et rentabilisation de l'avantage concurrentiel	Recherche de synergies et de la taille critique
AU PRINTEMPS/PARIS FRANCE (1979)	Motivation managériale commerciale	Pérennisation de la performance économique	Recherche de la taille critique et rentabilisation de l'avantage concurrentiel	Recherche de synergies et de la taille critique
HAVAS/A VENIR PUBLICITE (1979).	—	Recherche de la taille critique	Recherche de la taille critique et rentabilisation de l'avantage concurrentiel	Recherche de synergies et de la taille critique
CIMENTS PORTLAND LORRAINE /CIMENTS DE DANNES ET LAVOCAT (1978)	—	Fermeture du capital	Déclin des grandes entreprises	Recherche de synergies et de la taille critique
LUCCHAIRE/PERMALI (1977).	Motivation managériale	Fermeture du capital	Recherche de la taille critique et rentabilisation de l'avantage concurrentiel	Recherche de synergies et de la taille critique
COMPAGNIE FRANCAISE DE RAFFINAGE/LES FILS CHARVET (1977)	Motivation managériale	—	Recherche de la taille critique et rentabilisation de l'avantage concurrentiel	—

SEV MARCHAL/PARIS RHONE (1977).	Motivation managériale	Fermeture du capital	Recherche de la taille critique et rentabilisation de l'avantage concurrentiel	Recherche de l'effet d'expérience
THOMSON-BRANDT/STFE ERICSSON (1977)	Motivation managériale	Pérennisation de la performance économique	Déclin de grandes entreprises	Recherche de synergies et de la taille critique
CEDIS/ECONOMIQUES TROYENS ET DOCKS REUNIS (1977)	Motivation managériale commerciale	Pérennisation de la performance économique	Recherche de la taille critique et rentabilisation de l'avantage concurrentiel	Recherche de synergies et de la taille critique
COMPTOIRS MODERNES/ ECONOMIQUES DE RENNES (1977).	Motivation managériale commerciale	Recherche de la taille critique	Recherche de la taille critique et rentabilisation de l'avantage concurrentiel	Recherche de synergies et de la taille critique
FONDERIES MONTUPET/ FONDERIES DE PRECISION (1976).	Motivation managériale	Recherche de la taille critique	Recherche de la taille critique et rentabilisation de l'avantage concurrentiel	Recherche de synergies et de la taille critique
ARJOMARI-PRIOUX/CANSON & MONTGOLFIER (1976)	Motivation managériale	Recherche de la taille critique	Recherche de la taille critique et rentabilisation de l'avantage concurrentiel	Recherche de synergies et de la taille critique
JACQUES BOREL INTERNATIONAL/SOFYTEL (1975).	Motivation managériale	Fermeture du capital	Déclin des grandes entreprises	—
MINES DE BITUME ET D'ASPHALTE DU CENTRE/ FEREM (1974)	Motivation managériale	Recherche de la taille critique	Recherche de la taille critique et rentabilisation de l'avantage concurrentiel	Recherche de l'effet d'expérience
FOUGEROLLE/CHIMIQUE DE LAROUTE (1973)	Motivation managériale	Fermeture du capital	Recherche de la taille critique et rentabilisation de l'avantage concurrentiel	Recherche de synergies et de la taille critique
SCREG/MINES DE BITUME ET D'ASPHALTE DU CENTRE (1972).	Motivation managériale	Recherche de la taille critique	Recherche de la taille critique et rentabilisation de l'avantage concurrentiel	Recherche de synergies et de la taille critique
LE NICKEL/COMPAGNIE DE MOKTA (1970)	Motivation managériale	Pérennisation de la performance économique	Sauvetage	Recherche de l'effet d'expérience

\* La date entre parenthèses correspond à l'année de réalisation de l'offre publique

## B. L'ABSENCE D'EFFICACITE DES OFFRES PUBLIQUES

L'ensemble des résultats obtenus pour la performance et l'efficacité des offres publiques d'achat et d'échange semble indiquer que celles-ci ne remplissent pas les espoirs placés sur elles. En effet, les situations des entreprises initiatrices et cibles n'ont pas évolué.

L'étude des motivations souligne la dégradation de la performance et de la situation des entreprises cibles, les offres publiques d'achat et d'échange apparaissant comme un instrument de la résolution d'un problème d'agence. Par ailleurs, les offres publiques d'achat et d'échange ont été considérées comme un instrument au service de la gestion stratégique des entreprises initiatrices mais aussi cibles.

**Or, les entreprises cibles et initiatrices n'ont connu ni amélioration, ni détérioration de leur situation, ce qui est en soi inquiétant pour les entreprises cibles déjà en mauvaise posture.**

**De ce fait, le constat concernant le rachat des entreprises cibles semble globalement négatif et souligne l'ambiguïté de motivations apparemment cohérentes et de l'absence d'efficacité. Ainsi, l'efficacité des théories de l'efficacité et de l'agence n'est pas validée empiriquement.**

**Cette absence d'efficacité peut être interprétée à la lumière des réflexions de P.C. HASPELAGH et D.B. JEMISON (1991) qui situent la création de valeur après l'acquisition. En effet, pour eux, les résultats de l'acquisition ne proviennent pas de la transaction en elle-même, mais, des actions postérieures des dirigeants, c'est-à-dire de l'intégration.**

Ce souci est souligné aussi par M.E. PORTER (1990), A.F. PAYNE (1987) et B. BARTHELEMY et S. METZ-LARUE (1991), les échecs des opérations étant principalement imputables à des problèmes humains et notamment la compatibilité des cultures. D.K. DATTA (1991) et S. CHATERJEE et alii (1992) ont d'ailleurs vérifié empiriquement que les différences de styles de management jouent négativement sur la performance.

## **CONCLUSION GENERALE**

### **LA MISE EN PERSPECTIVE DES RESULTATS DE LA RECHERCHE**

Une compréhension approfondie des résultats de la recherche nécessite de les inscrire à l'intérieur de trois perspectives complémentaires :

- **Une perspective amont** : la comparaison avec les études antérieures et les modèles théoriques sous-jacents ;
- **Une perspective aval** : les limites générales de la recherche et la comparaison avec les autres instruments stratégiques de développement (croissance externe, alliances, prises de participation) ;
- **Une perspective extensive** : l'opérationnalité de la recherche pour les entreprises et les autres acteurs.

#### **1. LA COMPARAISON AVEC LES ETUDES ANTERIEURES ET LES APPORTS SPECIFIQUES DE LA RECHERCHE.**

Cette mise en perspective est articulée autour des deux axes de notre recherche : les motivations et l'efficacité.

##### **1.1. LA RECHERCHE SUR LES MOTIVATIONS DES OFFRES PUBLIQUES EST COHERENTE AVEC LES ETUDES ANTERIEURES ET SE SINGULARISE PAR UNE VOLONTE D'EXHAUSTIVITE ET DE NOUVEAUX APPORTS.**

**La comparaison de la recherche empirique menée sur les motivations des offres publiques d'achat et d'échange avec les recherches antérieures appelle quelques observations préliminaires :**

- *L'ampleur de l'investigation distingue nettement notre recherche des études antérieures aussi bien françaises qu'étrangères*, notamment par la prise en considération simultanée des motivations implicites et explicites, ces dernières n'ayant jamais fait l'objet d'une analyse, et par l'étude, non seulement, des entreprises cibles et initiatrices, mais aussi, des couples d'entreprises, et, par la représentativité des échantillons<sup>(1)</sup> ;

---

(1) Cette appréciation est limitée à l'étude des offres publiques d'achat et d'échange, dans la mesure où des recherches entreprises sur la croissance externe ont pris en compte des champs d'investigation d'ampleurs similaires : P. NAVATTE (1978-A) et J. ALLOUCHE (1981).

— L'intervalle de temps, 1970-1990, est exceptionnellement long et n'a pas d'équivalent en France et à l'étranger ;

— La problématique empirico-inductive adoptée est inhabituelle. En effet, la plupart du temps, les études ont été menées avec des objectifs limités, l'analyse du caractère explicatif de telle ou telle autre variable, la prévision des OPA..., sans qu'une vision d'ensemble du phénomène ne soit envisagée. Le choix de la problématique empirico-inductive nous a permis d'éviter le caractère réducteur de ces études antérieures et de parvenir à des résultats plus ouverts.

**La comparaison, proprement dite, de nos résultats avec ceux de recherches antérieures, a permis de dégager des conclusions instructives:**

— La situation française n'avait pas fait l'objet d'analyses réellement concluantes jusqu'ici. Cependant, la théorie de l'agence a déjà été validée par B. GRAND (1990) ce qui est confirmé partiellement par notre étude. Néanmoins, à la différence de la recherche de B. GRAND (1990), **nous avons montré que la théorie de l'agence exprimait une motivation non systématique et de second rang ;**

— Un grand nombre de recherches sont centrées sur la prévision des OPA et sont difficilement comparables à la nôtre qui ne nourrissait pas cette ambition ;

— La validation empirique des théories de l'agence et de l'efficience réalisée par R. MØRCK, A. SHLEIFER et R.M. VISHNY (1988 et 1989) aux Etats-Unis est confirmée pour la France par notre étude. Cependant, leurs études ne s'intéressant qu'aux caractéristiques des entreprises cibles, elles n'ont pu mettre en évidence le lien existant entre ces deux théories en pratique ;

— L'hypothèse d'Hubris et la théorie du Free cash flow validées empiriquement respectivement par R.A. WALKLING (1985) et, B.H. BALTAGI et J.M. GIFFIN (1989) aux Etats-Unis ont été décelées par notre étude mais de façon marginale ;

— La sous-évaluation des cibles confortée par J.W. BARTLEY et C.M. BOARDMAN (1986) aux Etats-Unis n'a pu faire l'objet d'une analyse en l'absence d'indicateurs boursiers adéquats ;

— L'effet sectoriel souligné par R. MØRCK, A. SHLEIFER et R.M. VISHNY (1989) aux Etats-Unis a été validé par notre étude pour la France.



Ainsi, on constate que les résultats de notre recherche sont cohérents avec ceux des études antérieures. Par ailleurs, on note que l'ampleur de notre investigation et le choix d'une problématique empirico-inductive nous a permis, non seulement, de synthétiser la plus grande partie des éléments issus de la littérature mais aussi d'apporter des informations nouvelles :

— **Le lien entre les théories de l'efficience et de l'agence ;**

— **La marginalisation des motifs financiers au profit des motifs managériaux, cependant, ce point est peut-être l'expression d'un particularisme de la France où, par exemple, les raiders sont inconnus.**

## **1.2. L'ABSENCE D'EFFICACITE DES OFFRES PUBLIQUES : LA COHERENCE AVEC LES ETUDES FONDEES SUR DES DONNES COMPTABLES ET L'OPPOSITION AVEC LES ETUDES CENTREES SUR LES DONNEES BOURSIERES.**

La comparaison de la recherche empirique menée sur l'efficacité des offres publiques avec les recherches empiriques antérieures permet de mettre en évidence plusieurs éléments :

— Si l'ensemble des études basées sur l'analyse de la performance dans l'absolu par les rendements anormaux concluent au rôle positif des offres publiques d'achat et d'échange pour les entreprises cibles et sont plus mitigées pour les entreprises initiatrices, la recherche de D.J. RAVENSCRAFT et F.M. SCHERER (1987) s'appuyant sur des mesures comptables obtient des résultats inverses, les firmes opérées ayant des résultats plus faibles que des entreprises comparables avant et après l'opération ce qui rejoint nos conclusions ;

— La théorie de l'agence dont la performance a été mesurée au moyen des rendements anormaux par J.P. WALSH et J.N. ELLWOOD (1991) et R.C. HANSON (1992) , n'est pas avérée puisque les deux études concluent de façon inverse, notre recherche statuant négativement à l'instar des premiers ;

— L'efficacité de la cohérence de la gestion stratégique des entreprises et de la théorie de l'efficience a été validée empiriquement par la majorité des études au contraire de la nôtre. On note, toutefois, que ces recherches ne portaient pas sur la situation française.

Ainsi, notre recherche qui se distingue par l'utilisation de données d'origine comptable ne rejoint pas l'ensemble des conclusions antérieures. Cependant, on note, d'une part, que l'étude similaire de D.J. RAVENSCRAFT & F.M. SCHERER (1987) aux Etats-Unis, conclue dans le même sens, et, d'autre part, qu'il n'est pas possible de confronter nos résultats pour ce qui concerne la situation française. **Enfin, la plupart des études s'appuient sur l'analyse des rendements anormaux des cours boursiers pendant les quelques jours postérieurs aux offres publiques d'achat et d'échange qui sont dans l'incapacité de prendre en compte les problèmes liés à l'intégration<sup>(2)</sup>.**

## **2. LES LIMITES GENERALES DE LA RECHERCHE ET LA COMPARAISON AVEC LES AUTRES INSTRUMENTS STRATEGIQUES DE DEVELOPPEMENT.**

L'absence d'efficacité nous conduit à nous interroger sur la pertinence des offres publiques d'achat et d'échange en tant qu'instrument de la gestion des entreprises.

**L'invalidation empirique des comportements organisationnels induits par les théories de l'efficience et de l'agence ne nous conduit pas pour autant à remettre en cause leur pertinence, mais, plutôt, à les intégrer dans une vision plus vaste.** La gestion des entreprises ne peut être le fait d'une attitude réductrice où l'on cherche à isoler tel ou tel phénomène en considérant les autres éléments comme exogènes. Nous avons d'ailleurs affirmé notre volonté de nous insérer dans le cadre d'un modèle systémique de la décision stratégique d'offre publique caractérisée par le choix d'une problématique empirico-inductive.

A cet égard, C. MOREL (1992) insiste sur la simplification excessive des facteurs explicatifs et en propose trois formes :

- Les facteurs de proximité sont surestimés au détriment de facteurs lointains et profonds ;
- un facteur explicatif unique est mis en avant ;
- les facteurs sont combinés de façon simple sans percevoir les enchevêtrements et les effets contraires à ce que l'on veut ou l'on attend.

---

(2) L'utilisation de données boursières et de leurs rendements anormaux ne nous apparaît pas pertinente comme nous l'avons déjà souligné à plusieurs reprises. L'opposition des résultats obtenus renforce notre préférence à l'instar de M.E. PORTER (1990) ou de A. SHLEIFER et L.H. SUMMERS (1988).

**La remise en cause de la théorie et de la pratique de la gestion des entreprises dériverait d'une simplification abusive et pourrait expliquer l'ambiguïté de nos résultats résultant de motivations cohérentes et d'une absence d'efficacité.**

D'autre part, R.A. THIETART et B. FORGUES (1993) soulignent la difficulté de la gestion dialectique des organisations où ordre et chaos exercent des forces centrifuges, ordre volontairement recherché afin de clore un système trop complexe pour être maîtrisé par des acteurs cognitivement limités, chaos inhérent à la nature même des organisations.

Malheureusement, nous ne disposons pas et ne disposerons sans doute jamais d'une théorie des organisations unifiée apte à rendre compte de la complexité, ce qui ne nous dispense cependant pas de la rechercher.

**L'inefficacité des offres publiques d'achat et d'échange n'en condamne pas l'utilité mais au contraire nous pousse à en rechercher les conditions d'applicabilité et d'efficacité.**

**On peut ainsi s'interroger sur les motivations comparées d'instruments stratégiques alternatifs aux OPA : les fusions-absorptions (hors OPA), les alliances et les prises de participation. Nous avons choisi de nous appuyer sur 3 études fondamentales animées par des problématiques voisines de la nôtre :**

- J. ALLOUCHE (1981) pour les fusions-absorptions ;
- G. HAMEL, Y.L. DOZ & C.K. PRAHALAD (1989) pour les alliances<sup>(3)</sup> ;
- F. BAVAY et D. BEAU (1989) pour les prises de participation<sup>(4)</sup>.

---

(3) G. HAMEL, Y.L. DOZ & C.K. PRAHALAD (1989) ont étudié sur trois ans en moyenne 15 alliances stratégiques passées à travers le monde, soit 4 alliances Europe/Etats-Unis, 2 alliances intereuropéennes, 2 alliances Europe/Japon et 7 alliances Etats-Unis/Japon.

(4) Les opérations analysées par F. BAVAY et D. BEAU (1988) comprennent à la fois des fusions-absorptions et des prises de participation. Néanmoins, les prises de participation apparaissent comme la modalité prépondérante de la croissance externe de 1980 à 1988 : pour 3691 entreprises étudiées ayant procédé à des acquisitions de titres, on enregistre seulement 318 transferts d'actifs sous forme de fusions-absorptions.

Ces 3 études mettent en évidence le rôle stratégique de chacun des instruments envisagés :

— **les fusions-absorptions** sont le fait à la fois de **stratégies défensives** (les plus nombreuses, destinées à reculer le champ des contraintes) et **offensives** (elles sont imputables à des entreprises leaders qui tentent d'accroître leur influence sur leurs secteurs d'activité : accroissement du pouvoir de marché). Le choix des entreprises cibles correspond à deux attitudes : **une volonté négative** (la survie est impossible dans la situation présente) et **une volonté positive** (il faut rechercher la complémentarité des appareils de production) ;

— **les alliances** nécessitent l'existence d'une intention stratégique des deux parties. Le plus souvent deux comportements peuvent être distingués : **la conquête du leadership mondial** et **une stratégie de consolidation défensive**. Les alliances génèrent un rapport de forces entre les partenaires où chacun cherche à s'appropriier les ressources et compétences de l'autre. L'issue de l'opération dépend de leurs capacités d'apprentissage respectives, c'est-à-dire, de la vitesse à laquelle un partenaire peut apprendre de l'autre. Les auteurs concluent en suggérant que la coopération internationale est un processus complexe qui peut conduire à la domination d'un partenaire sur l'autre, dans le cadre d'une perspective dynamique. Si l'on veut éviter que l'un ne domine l'autre, il doit y avoir égalité des forces des acteurs dans les domaines de l'intention stratégique, du caractère transférable des contributions et compétences et de la capacité d'apprentissage ;

— **Les prises de participation** participent aussi d'une volonté stratégique marquée le plus souvent par la recherche **d'un renforcement d'une position concurrentielle favorable**, et, plus rarement, par la recherche d'un **rétablissement d'une position concurrentielle affaiblie**.

Ces trois études mettent en évidence deux types de stratégie à l'instar de nos conclusions sur les offres publiques :

— **Une stratégie offensive de consolidation de l'avantage concurrentiel ;**

— **Une stratégie défensive de rattrapage liée, par exemple, à la recherche d'une taille critique.**

Le balancement entre ces deux stratégies évolue au gré des circonstances sans que l'on puisse affirmer que l'un des instruments correspond spécifiquement à l'une des branches de l'alternative. **Le choix de l'instrument stratégique du développement est surtout affaire d'opportunité et d'adaptation aux besoins ponctuels exprimés par les entreprises initiatrices et aux profils offerts par les entreprises cibles et partenaires.**

Si les conclusions quant à l'efficacité des opérations sont variables en fonction des instruments utilisés : positives pour les fusions-absorptions et les prises de participation, mitigées pour les alliances et plutôt négatives pour les offres publiques, **nous nous garderons d'en conclure une supériorité de tel ou tel instrument sur les autres<sup>(6)</sup>.**

**L'intelligence des offres publiques d'achat et d'échange n'est pas close, elle ne pouvait l'être, et des investigations supplémentaires sont nécessaires. A cet égard, deux voies de recherches, parmi d'autres, nous semblent pertinentes :**

— L'étude de l'efficacité des offres publiques d'achat et d'échange en France pour la période récente (1987-1990), non pas pour infirmer ou confirmer les résultats de notre recherche, mais pour apporter des éléments d'éclairage nouveaux au regard d'un environnement et de comportements organisationnels différents ;

— La réalisation de monographies d'opérations plus à même de cerner la complexité des situations, ceci d'autant plus que le processus d'intégration semble être un facteur déterminant.

---

(6) Notre étude et chacune des recherches envisagées ne s'inscrit pas dans cette problématique. En revanche, une recherche de cette nature constituerait très certainement une avancée notable pour le champ de la connaissance du développement stratégique.

### 3. L'OPERATIONNALITE DE LA RECHERCHE

Différents acteurs sont intéressés au processus d'offre publique et sont susceptibles de tirer des enseignements pratiques de cette thèse :

— Les entreprises initiatrices : l'apport opérationnel majeur de cette thèse est d'attirer l'attention des cadres dirigeants sur la gestion de l'intégration des entreprises cibles<sup>(7)</sup>.

**La qualité et la pertinence des motivations, condition nécessaire mais non suffisante, ne présume pas d'une réussite future ;**

— Les entreprises cibles : l'absence d'efficacité constatée ne nous conduit pas nécessairement à préconiser un renforcement des attitudes hostiles et des défenses anti-OPA. En effet, l'inefficacité des offres publiques ne provient pas de l'inanité des motivations des initiateurs. **L'hostilité et l'existence de défenses anti-OPA restrictives ne peuvent que conduire à une gestion délicate de l'intégration au cas où l'offre publique finirait pas aboutir ce qui est l'hypothèse la plus généralement constatée<sup>(8)</sup>.** Elles peuvent être conçues dans l'intérêt des actionnaires afin d'accroître leur rendement mais pas avec pour objectif une mise en échec systématique de l'offre publique ;

— Les actionnaires des entreprises cibles : la perspective d'une prime confortable versée par l'entreprise initiatrice est déjà en soi un facteur d'acceptation de l'offre ; l'absence relative d'efficacité future constitue une incitation supplémentaire à apporter les actions à l'offre ;

— Les actionnaires des entreprises initiatrices : compte-tenu de la forte prime versée par l'entreprise initiatrice, du maintien, au mieux, du cours boursier et de l'absence d'efficacité, **les offres publiques constituent un signal de vente pour les actionnaires des entreprises initiatrices.**

— L'Etat : la force de nos conclusions sur l'efficacité n'est pas suffisante pour que l'on puisse en tirer des indications pour la décision publique. Néanmoins, il nous semble important que l'obligation de publicité des motivations soit maintenue voire renforcée par un chiffrage **afin de maximiser l'information détenue par l'ensemble des parties prenantes.** De plus, **les défenses anti-OPA doivent être limitées pour ne pas compromettre la réussite future de l'intégration et permettre au tissu industriel de se renouveler sur des bases saines.**

Si d'un point de vue stratégique, les offres publiques d'achat et d'échange s'avèrent inefficaces, la cohérence du fonctionnement d'une économie de marché ne permet pas de remettre en cause leur principe.
--

(7) C. MARMUSE (1976) et P.C. HASPELAGH et D.B. JEMISON (1991) fournissent des indications pertinentes pour la mise en œuvre de cette intégration proprement dite.

(8) Lors des offres publiques, l'attitude hostile de la cible conduit souvent à mobiliser l'ensemble du personnel contre l'initiateur et complique l'intégration future.

## PRESENTATION DE LA BIBLIOGRAPHIE

La collecte des références bibliographiques a principalement été réalisée à partir de la remontée de filières bibliographiques et notamment grâce à l'utilisation de révisions qu'elles soient françaises (rarement) ou étrangères (le plus souvent). Par ailleurs, les bases de données bibliographiques, ABI-Inform disponible sur CD-Rom en particulier, ont judicieusement complété nos investigations. Malheureusement, il est dommageable que la Bibliothèque de l'Université de Paris IX Dauphine ait cessé d'assurer son service de recherche de documents pour les personnes extérieures à cette même université, celui-ci ayant été particulièrement efficace, avant sa fermeture, pour les articles issus de revues étrangères. Néanmoins, l'INIST permet de pallier cette disparition au prix de délais supérieurs.

En effet, la bibliographie est marquée par la prépondérance des références d'origine anglo-saxonne. Les revues étrangères le plus souvent citées sont :

Academy of Management Review, the Economic Journal, Financial Management, Harvard Business Review, International Journal of Industrial Organization, Journal of Business Finance and accounting, Journal of Economic Perspectives, Journal of Finance, Journal of Financial Economics, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Journal of Industrial Economics, Journal of Political Economy, Management Science, Rand Journal of Economics, Strategic Management Journal.

Pour ce qui concerne la France, les deux revues les plus utilisées sont la Revue Française de Gestion et la Revue d'Economie Industrielle.

Les références bibliographiques sont organisées selon deux démarches différentes :

— **Une présentation alphabétique** destinée à une recherche rapide des références notamment au regard des citations de la thèse.

— **Une présentation thématique** dont l'objectif est d'articuler les références bibliographiques autour des grands thèmes privilégiés par la recherche. Dans ce cadre, les ouvrages et thèses sont séparés des articles, communications et papiers de recherche.

Bien entendu, cette bibliographie ne prétend pas à l'exhaustivité. D'une part, le champ de la recherche a engendré de très nombreuses contributions dont un référencement complet n'est pas possible ; d'autre part, la sélection participe aussi d'un choix personnel et, par conséquent, nécessairement partial.

<b>CLASSEMENT THEMATIQUE DE LA BIBLIOGRAPHIE</b>
--

	Pages
<b>I. PRESENTATION ALPHABETIQUE DE LA BIBLIOGRAPHIE...</b>	332
<b>II. PRESENTATION THEMATIQUE DE LA BIBLIOGRAPHIE...</b>	349
<b>1. La croissance externe et la restructuration .....</b>	349
1.1. Ouvrages .....	349
1.2. Articles .....	350
<b>2. Les offres publiques d'achat et d'échange .....</b>	352
2.1. Le débat contradictoire sur le rôle des OPA .....	352
2.1.1. Ouvrages .....	352
2.1.2. Articles .....	352
2.2. L'insertion des OPA dans la politique générale des entreprises ...	353
2.2.1. Ouvrages .....	353
2.2.2. Articles .....	354
2.3. La réglementation des OPA et les défenses anti-OPA .....	355
2.3.1. Ouvrages .....	355
2.3.2. Articles .....	355
2.4. Les motifs et l'efficacité des OPA.....	356
2.4.1. La perception des motifs et de l'efficacité des OPA .....	356
2.4.1.1. Ouvrages .....	356
2.4.1.2. Articles .....	356
2.4.2. Les recherches empiriques sur les motifs et l'efficacité des OPA .....	357
2.4.2.1. Ouvrages .....	357
2.4.2.2. Articles .....	357
2.5. Les révisions sur les OPA .....	363
2.5.1. Ouvrages .....	363
2.5.2. Articles .....	363
<b>3. La méthodologie de recherche .....</b>	364
3.1. Epistémologie et problématique de la recherche .....	364
3.1.1. Ouvrages .....	364
3.1.2. Articles .....	365
3.2. Les méthodologies statistiques .....	366
3.2.1. Ouvrages .....	366
3.2.2. Articles .....	367



## PRESENTATION ALPHABETIQUE DE LA BIBLIOGRAPHIE

**AGNELLET P., GEOFFROY L. et VIARNAUD J.C.**, 1989, "*OPA : une technique d'avenir*", POLITIQUE INDUSTRIELLE, automne, p. 153 à 166.

**AGNELLET P., GEOFFROY L. et VIARNAUD J.C.**, 1989, OPA ET STRATEGIES ANTI-OPA, UNE APPROCHE INTERNATIONALE, Ed. Eska.

**ALBERT M.**, 1991, "*Capitalisme contre capitalisme*", L'EXPANSION, n° 395, p. 62 à 67.

**ALBOU P.**, 1976, BESOINS ET MOTIVATIONS ECONOMIQUES, Presses Universitaires de France, 194 pages.

**ALDRICH J.H. & NELSON F.D.**, 1984, LINEAR PROBABILITY, LOGIT AND PROBIT MODELS, Sage University paper series on Quantitative Applications in the social sciences, n° 45, 95 pages.

**ALLOUCHE J.**, 1981, MOTIFS ET EFFICACITE DES OPERATIONS DE CROISSANCE EXTERNE, Thèse pour le Doctorat ès-Sciences Economiques, Paris, Université PARIS IX DAUPHINE.

**AMIT R. et LIVNAT J.**, 1988, "*Diversification stratégies, business cycles and economic performance*", STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL, vol. 9, n° 2, p. 99 à 110.

**AMIT R. et LIVNAT J.**, 1989, "*Efficient corporate diversification : methods and implications*", MANAGEMENT SCIENCE, vol. 35, n° 7, p. 879 à 897.

**AMRI J. & NUSSEMBAUM M.**, 1993, "*L'évaluation des effets des offres publiques d'achat sur la richesse des actionnaires*", COMMUNICATION AUX JOURNEES INTERNATIONALES DE L'AFFI, Juillet 1993.

**ANASTASSOPOULOS J.P., BLANC G., NIOCHE J.P. & RAMANANTSOA B.**, 1985, POUR UNE NOUVELLE POLITIQUE D'ENTREPRISE, Presses Universitaires de France.

**ANSOFF I.**, 1989, STRATEGIE DU DEVELOPPEMENT DE L'ENTREPRISE, Les Editions d'Organisation, 5ème édition révisée, 287 pages.

**ARTUS P.**, 1990, "*Les rachats d'entreprise avec endettement*", REVUE D'ECONOMIE FINANCIERE, n° 12-13, p. 95 à 108.

**AUERBACH A.J. et REISHUS D.**, 1988, "*the effects of taxation on the merger decision*", in CORPORATE TAKEOVERS : CAUSES AND CONSEQUENCES sous la direction de A.J. AUERBACH, National Bureau of Economic Research, the University of Chicago Press, p. 157 à 190.

**BALTAGI B.H. et GRIFFIN J.M.**, 1989, "*Alternative models of managerial behavior : empirical tests for the petroleum industry*", REVIEW OF ECONOMICS AND STATISTICS, p. 579 à 585.

- BANNISTER J.W. & RIAHI-BELKAOUI A.**, 1992, "*Cash flow, earnings and corporate control*", *MANAGERIAL FINANCE*, vol. 18, n° 5, p. 14 à 30.
- BARADWAJ B.G., FRASER D.R. et FURTADO P.H.**, 1990, "*Hostile bank takeover offers*", *JOURNAL OF BANKING AND FINANCE*, vol. 14, p. 1229 à 1242.
- BARDIN L.**, 1991, *L'ANALYSE DE CONTENU*, PUF, 6ème édition, 291 pages.
- BARNES P.**, 1990, "*the prediction of takeover targets in the U.K. by means of multiple discriminant analysis*", *JOURNAL OF BUSINESS FINANCE AND ACCOUNTING*, vol.17, Spring, p. 73 à 85.
- BARSI G.**, 1988, *LES OPA EN FRANCE : DROIT ET PRATIQUE*, Nathan, 240 pages.
- BARTHELEMY B. et METZ-LARUE S.**, 1991, *LES OPA ET APRES ?*, Eyrolles, 87 pages.
- BARTLEY J.W. et BOARDMAN C.M.**, 1986, "*Replacement-cost-adjusted valuation ratio as a discrimination among takeover target and nontarget firms*", *JOURNAL OF ECONOMICS AND BUSINESS*, n° 38, p. 41 à 55.
- BARTLEY J.W. et BOARDMAN C.M.**, 1990, "*The relevance of inflation adjusted accounting data to the prediction of corporate takeovers*", *JOURNAL OF BUSINESS FINANCE AND ACCOUNTING*, vol. 17, spring, p. 53 à 71.
- BATTEAU P.**, 1980, "*Approches formelles du problème du contrôle des firmes et sociétés par actions*", *REVUE DE L'AFFI*, n° 1, vol. 1, p. 1 à 26.
- BATTEAU P.**, 1989, "*Concentrations, restructurations, OPA, ...*", *CAHIERS DE RECHERCHE - IAE AIX-MARSEILLE*, n° 367, 24 pages.
- BAVAY F. et BEAU D.**, 1989, "*L'efficacité des stratégies de croissance externe : l'expérience de l'industrie française*", *BANQUE DE FRANCE*, 14ème Journées des Centrales de Bilans, Paris, 42 pages.
- BEAU D. et SANANES J.C.**, 1990, "*Les opérations de croissance externe des entreprises françaises : constats et perspectives*", *REVUE D'ECONOMIE INDUSTRIELLE*, n° 54, p. 100 à 112.
- BELKAOUI A.**, 1978, "*Financial ratios as predictors of Canadian takeovers*", *JOURNAL OF BUSINESS FINANCE AND ACCOUNTING*, vol. 5, p. 93 à 107.
- BENZECRI J.P.**, 1985, "*Elaboration statistique des données sur ordinateur : application à l'analyse des textes ; contributions attendues à l'étude de la bible*", *LES CAHIERS DE L'ANALYSE DE DONNEES*, vol. X, n° 4.
- BENZECRI J.P.**, 1991, "*Typologie des textes grecs d'après les occurrences des formes des mots outils*", *LES CAHIERS DE L'ANALYSE DE DONNEES*, vol. XVI, n° 1, p. 61 à 86.
- BERTIN W.J., GHAZANFARI F. & TORABZADEH K.M.**, 1989, "*Failed bank acquisitions and successful bidder's returns*", *FINANCIAL MANAGEMENT*, Summer, p. 93 à 100.
- BESCH B. et GUIEU G.**, 1991, "*Restructurations industrielles et stratégies des entreprises françaises au cours des années 80*", *COMMUNICATION A LA CONFERENCE INTERNATIONALE DE GESTION STRATEGIQUE*, Montréal, 20-22 octobre, 22 pages.
- BETHEL J.E. & LIEBESKIND J.**, 1993, "*The effects of ownership structure on corporate restructuring*", *STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL*, vol. 14, p. 15 à 31.

- BHAGAT S., SHLEIFER A. et VISHNY R.W.**, 1990, "*Hostile takeovers in the 1980s : the return to corporate specialization*", BROOKINGS PAPERS ON ECONOMIC ACTIVITY: MICROECONOMICS, p. 1 à 84.
- BIENAYME A.**, 1973, LA CROISSANCE DES ENTREPRISES, Tome 2 : Analyse dynamique de la concurrence industrielle, Ed. BORDAS, 102 pages.
- BIENAYME A.**, 1976, "*Propos sur la concurrence*", REVUE FRANÇAISE DE GESTION, janvier-février, p. 82 à 85.
- BIENAYME A.**, 1992, LE CAPITALISME ADULTE, Presses Universitaires de France, 356 pages.
- BOUCHIKI H.**, 1990, STRUCTURATION DES ORGANISATIONS, Economica, 149 pages.
- BOUROCHE J.M. et SAPORTA G.**, 1987, L'ANALYSE DES DONNEES, PUF, Que Sais-je?, n° 1854, 3ème édition, 127 pages.
- BOWERS H.M. et MILLER R.E.**, 1990, "*Choice on investment banker and shareholders' wealth of firms involved in acquisitions*", FINANCIAL MANAGEMENT, vol. 19, n° 4, p. 34 à 44.
- BROWN C. et MEDOFF J.L.**, 1988, "*the impact of firm acquisitions on Labor*", in CORPORATE TAKEOVERS : CAUSES AND CONSEQUENCES sous la direction de A.J. AUERBACH, National Bureau of Economic Research, The University of Chicago Press, p. 9 à 32.
- BURNER R.F.**, 1988, "*the use of excess cash and debt capacity as a motive for merger*" JOURNAL OF FINANCIAL AND QUANTITATIVE ANALYSIS, vol. 23, n° 2, p. 149 à 217.
- CALON M., COURTIAL J.P. & PENAN H.**, 1993, LA SCIENTOMETRIE, Presses Universitaires de France, "Que Sais-je ?", n° 2727, 126 pages.
- CANNELLA A.A. Jr & HAMBRICK D.C.**, 1993, "*Effects of executive departing on the performance of acquired firms*", STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL, vol. 14, summer, p.137 à 152.
- CARTWRIGHT P.A., KAMERSCHEN D.R. et ZIEBURTZ N.B. Jr**, 1987, "*The competitive impact of mergers, 1930-1979*", AMERICAN BUSINESS LAW JOURNAL, vol. n° 25, p. 33 à 62.
- CAVES R.E.**, 1989, "*Mergers, takeovers, and economic efficiency*", INTERNATIONAL JOURNAL OF INDUSTRIAL ORGANIZATION, n° 7, p. 151 à 174.
- CHAPMAN D.R. et JUNOR C.W.**, 1987, "*Inflation, firm control type and vulnerability to takeover*", OXFORD ECONOMIC PAPERS, vol. 39, p. 500 à 515.
- CHARLETY-LEPERS P.**, 1990, "*Les offres publiques d'achat et d'échange : une synthèse de la littérature*", REVUE ECONOMIQUE, vol. 41, n° 5, p. 869 à 893.
- CHARLETY-LEPERS P. et SASSENOU N.**, 1992, "*Wealth effects of tender offers : the french case*", COMMUNICATION AUX JOURNEES INTERNATIONALES DE L'AFFI, Juillet 1992.
- CHARRETON R. & BOURDAIRE J.M.**, 1985, LA DECISION ECONOMIQUE, Presses Universitaires de France, Que Sais-je ?, n° 2235, 128 pages.
- CHATERJEE S.**, 1992, "*Sources of value in takeovers : synergy or restructuring - implications for target and bidder firms*", STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL, vol. 13, p. 267 à 286.

- CHATERJEE S. et LUTBAKIN M.**, 1990, "*Corporate mergers, Stockholder diversification and changes in systematic risk*", STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL, vol. 11, p. 255 à 268.
- CHATERJEE S., LUTBAKIN M.H., SCHWEIGER D.M. et WEBER Y.**, 1992, "*Cultural differences and shareholder value in related mergers : linking equity and human capital*", STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL, vol. 13, p. 339 à 334.
- CHATERJEE S. et WENERFELT B.**, 1991, "*the link between resources and type of diversification : theory and evidence*", STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL, vol. 12, p. 33 à 48.
- CHENG D.C., GUP B.E. et WALL L.D.**, 1989, "*Financial determinants of bank takeovers*", JOURNAL OF MONEY, CREDIT AND BANKING, vol. 21, n° 4, p. 524 à 537.
- COASE R.H.**, 1937, "*the nature of the firm*" ECONOMICA, vol. 4, p. 386-405, version française : "*la nature de la firme*", REVUE D'ECONOMIE POLITIQUE, vol. 2, 1987, p.133 à 156.
- COLASSE B.**, 1993, GESTION FINANCIERE DE L'ENTREPRISE, Presses Universitaires de France, 3ème édition, 652 pages.
- COMBIN P.**, 1989, "*les problèmes posés par les OPA*", ANNALES DE LA SEDEIS, n° 1, 15 Janvier, p. 22 à 31.
- COMMISSION DES COMMUNAUTES EUROPEENNES**, 1989, "*Proposition de treizième directive du conseil en matière de droit des sociétés concernant les offres publiques d'achat et d'échange*", JOURNAL OFFICIEL DES COMMUNAUTES EUROPEENNES, n° C 64, p. 8 à 14.
- COSH A.D., HUGUES A., LEE K. et SINGH A.**, 1989, "*Institutional investment, mergers and the market for corporate control*", INTERNATIONAL JOURNAL OF INDUSTRIAL ORGANIZATION, vol. 7, p. 73 à 100.
- COTTERET J.M.**, 1973, GOUVERNANTS ET GOUVERNES, PUF.
- COTTERET J.M. et MOREAU R.**, 1969, LE VOCABULAIRE DU GENERAL DE GAULLE, A. Colin.
- COTTERET J.M., EMERI C., GERSTLE J. et MOREAU R.**, 1976, GISCARD D'ESTAING-MITTERAND : 54 774 MOTS POUR CONVAINCRE, PUF.
- COURET A. et FOUGERAT J.**, 1991, INGENIERIE FINANCIERE DES CESSIONS ET ACQUISITIONS D'ENTREPRISE, Ed. Liaisons, 215 pages.
- COURET A., HIRIGOYEN G. et CABY J.**, 1992, les OPA, Presses Universitaires de France, Que Sais-je ?, n° 2679, 126 pages.
- CRAMER J.S.**, 1991, THE LOGIT MODEL, Ed. Edward Arnold, 110 pages.
- CRESPY G.** (ed),1988, STRATEGIES ET COMPETITIVITE DANS L'INDUSTRIE MONDIALE, Economica-CPE, 438 pages.
- DATTA D.K.**, 1991, "*Organizational fit and acquisition performance : effects of post-acquisition integration*", STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL, vol. 12, p. 281 à 297.
- DATTA D.K., PINCHES G.E. et NARAYANAN V.K.**, 1992, "*Factors influencing wealth creation from mergers and acquisitions : a meta-analysis*", STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL, vol. 13, p. 67 à 84.

- DAVIDSON I.R.**, 1985, "Takeovers : partitioning of gains and pareto improvement in a rational market with asymmetric information", JOURNAL OF BUSINESS FINANCE AND ACCOUNTING, vol. 12, autumn, p. 373 à 385.
- DIDRICHSEN J.**, 1972, "The development of diversified and conglomerate firms in the United States, 1920-1970", BUSINESS HISTORY REVIEW, vol. XLVI, n° 2, p. 202 à 219.
- DIETRICH J.K. et SORENSEN E.**, 1984, "An application of Logit analysis to prediction of merger targets", JOURNAL OF BUSINESS RESEARCH, vol. 12, p. 393 à 402.
- DRUCKER P.F.**, 1988, FACONNER L'AVENIR, Les Editions d'Organisation, p. 238 à 259.
- DUCHESNE C.**, 1991-A, "Les stratégies inter-entreprises, processus décisionnel, motifs et efficacité", CAHIERS DE RECHERCHE ERESTRATE/IAE NANCY, n° 3, 63 pages.
- DUCHESNE C.**, 1991-B, "Les arrangements interentreprises, portées et limites des modèles explicatifs", CAHIERS DE RECHERCHE ERESTRATE/IAE NANCY, n° 4, 47 pages.
- DUFLOUX C. & KARLIN M.**, 1989, "OPA et montée de l'endettement aux Etats-Unis", n° 500, p. 1179 à 1182.
- DUMONTIER P., BRUNET J.M. et SOUTON M.**, 1989, "Les caractéristiques financières des sociétés françaises acquises par offre publique", CERAG, papier de recherche n° 89-01, 19 pages.
- EDDEY P.H.**, 1991, "Corporate raiders and takeover targets", JOURNAL OF BUSINESS FINANCE AND ACCOUNTING, vol. 18, Janvier, p. 151 à 171.
- EHRBAR A.**, 1985, "Le développement de la pratique des OPA sauvages et ses conséquences sur le monde financier", PROBLEMES ECONOMIQUES, n° 1948, p. 13 à 16. Traduction de "Have US takeovers gone too far ?", FORTUNE, 27 Mai 1985.
- EISENHARDT K.M. & ZBARACKI M.J.**, 1992, "Strategic decision making", STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL, vol. 13, p. 17 à 37.
- EYNAUDI C.**, 1989, "Fusions et acquisitions d'entreprises", REVUE D'ECONOMIE INDUSTRIELLE, n° 48, p. 92 à 103.
- EYNAUDI C.**, 1990, LA DYNAMIQUE BANCAIRE DU MARCHE FRANÇAIS DES FUSIONS ET ACQUISITIONS D'ENTREPRISES, Thèse pour le Doctorat ès-Sciences Economiques, Paris, Université Paris XIII.
- EYNAUDI C.**, 1991, "Les offres publiques d'achat et d'échange sur le marché financier français", REVUE D'ECONOMIE INDUSTRIELLE, n° 58, p. 86 à 106.
- FENELON J.P.**, 1981, QU'EST-CE QUE L'ANALYSE DE DONNEES, Ed. Lefonen.
- FIRTH M.**, 1979, "The profitability of takeovers and mergers", THE ECONOMIC JOURNAL, n° 89, p. 316 à 328.
- FOWLER K.L. et SCHMIDT D.R.**, 1989, "Determinants of tender offer post acquisition financial performance", STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL, vol. 10, p. 339 à 350.
- FRANCK G.**, 1989, "OPA : le facteur humain est décisif", REVUE FRANCAISE DE GESTION, Septembre-Octobre, p. 98 à 104.
- FRANKS J.R. et HARRIS R.S.**, 1989, "Shareholder wealth effects of corporate takeovers : the U.K. expérience 1955-1985", JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, vol. 23, p. 225 à 249.

- FRUHAN W.E. Jr**, 1988, "*Corporate raiders : hedd em off at value gap*", HARVARD BUSINESS REVIEW, july-august, p. 63 à 68.
- GALLINGER G.W.**, 1982, "*Corporate vulnerability to cash tender offers*", STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL, vol. 3, p. 179 à 196.
- GARELLA P.**, 1989, "*Fusions et acquisitions dans l'industrie européenne*", OBSERVATIONS ET DIAGNOSTICS ECONOMIQUES, n° 29, P. 185 à 219.
- GASQUET O.**, 1990, "*Les opérations de LBO aux USA*", ANALYSE FINANCIERE, 4ème trimestre, p. 30 à 33.
- GEENS K. & J.M.M. MAEIJER (éds)**, 1990, DEFENSIVE MEASURES AGAINST HOSTILE TAKEOVERS IN THE COMMON MARKET, Ed. Martinus Nijhoff Publishers/Graham et Trotman, 230 pages.
- GHIGLIONE R., BEAUVOIS J.L., CHABROL L. & TROGNON A.**, 1980, MANUEL D'ANALYSE DE CONTENU, Armand Colin.
- GIBBS P.A.**, 1993, "*Determinants of corporate restructuring : the relative importance of corporate governance, takeover threat, and free cash flow*", STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL, vol. 14, P. 51 à 68.
- GIROUX N.**, 1991, "*L'intégration d'une acquisition : le cas du CDTC*", COMMUNICATION A LA CONFERENCE INTERNATIONALE DE GESTION STRATEGIQUE, Montreal, 20-22 octobre 1991, 19 pages.
- GOLDSMITH J.**, 1986, POUR LA REVOLUTION PERMANENTE DANS LA DIVERSITE, Ed. Stock, 172 pages.
- GRAND B.**, 1990, LES PRISES DE CONTROLE HOSTILES DES SOCIETES COTEES, Thèse pour le Doctorat ès-Sciences de Gestion, Lille, Université de droit et Santé LILLE II.
- GRAND B.**, 1991, "*LES OPA HOSTILES EN FRANCE*", REVUE FRANCAISE DE GESTION, Janvier-Février, p. 5 à 20.
- GROSSMAN S.J. et HART O.D.**, 1980, "*Takeovers bids, the free rider problem and the theory of the corporation*", THE BELL JOURNAL OF ECONOMICS, vol. 11, printemps, p. 42 à 64.
- GUERRIEN B.**, 1992, "*Eléments de théorie des jeux*", CAHIERS FRANCAIS, n° 254, p. 42 à 47.
- GUILLOU M. et GROLIER J.**, 1976, "*Les caractéristiques financières des sociétés engagées dans les OPA : un essai méthodologique*", REVUE DE SCIENCE FINANCIERE, vol. 68, n°3-4, p. 943 à 967.
- HALL B.H.**, 1990, "*the impact of corporate restructuring on industrial research and development*", BROOKINGS PAPERS ON ECONOMIC ACTIVITY : MICROECONOMICS, p. 85 à 135.
- HAMEL G., DOZ Y.L. & PRAHALAD C.K.**, 1989, "*S'associer avec la concurrence : comment en sortir gagnant ?*", HARVARD L'EXPANSION, automne, p. 24 à 33, Traduction de "*Collaborate with your competitors and win*", HARVARD BUSINESS REVIEW, Janvier-Février 1989.
- HANSON R.C.**, 1992, "*Tenders offers and free cash flow : an empirical analysis*", THE FINANCIAL REVIEW, vol. 27, n° 2, p. 185 à 209.

- HARRIS R.S., STEWART J.F., GUILKEY D.K. et CARLETON W.T.**, 1982, "*Characteristics of acquired firms : fixed and random coefficients probit analyses*", SOUTHERN ECONOMIC JOURNAL, Juillet, p. 164 à 184.
- HARRIS R.J. & NICHOLLS J.R.**, 1988, "*Methodology in international acquisitions : an exploratory study*", MANAGERIAL AND DECISION ECONOMICS.
- HARRIS R.S. et RAVENSCRAFT**, 1991, "*The role of acquisitions in foreign direct investment : evidence from the U.S. Stock market*", JOURNAL OF FINANCE, vol. 46, n° 3, p. 825 à 844.
- HASBROUCK J.**, 1985, "*the characteristics of takeover targets*", JOURNAL OF BANKING AND FINANCE, n° 9, p. 351 à 362.
- HASPELAGH P.C. et JEMISON D.B.**, 1987, "*Acquisitions-myths and reality*", SLOAN MANAGEMENT REVIEW, Winter, p. 53 à 58.
- HASPELAGH P.C. & JEMISON D.B.**, 1991, MANAGING ACQUISITIONS : CREATING VALUE THROUGH CORPORATE RENEWAL, the Free Press, 416 pages.
- HAWAWINI G.**, 1992, "*Valuation of cross-border mergers and acquisitions*", CAHIERS DE RECHERCHE INSEAD, n° 92/12, 54 pages.
- HAYES R.H.**, 1979, "*The human side of acquisitions*", MANAGEMENT REVIEW, november, p. 41 à 46.
- HENIN P.Y.**, 1971, "*L'insertion des opérations de croissance externe dans la stratégie des entreprises*", Etude économétrique, Tome 2, Convention Cordes.
- HENNESSY E.L. Jr**, 1987, "*The fast buck - a faith in the future ? the ethics of corporate restructuring*", National conference on business ethics, BENTLEY COLLEGE WALTAN, MASSACHUSSETS, 15 octobre 1987, 12 pages.
- HETZEL P. & MARION G.**, 1993, "*Contributions of french semiotics to consumer research*", Papier de recherche URA-IAE LYON, n° 5, 27 pages.
- HILL C.W. et HANSEN G.S.**, 1991, "*A longitudinal study of the cause and consequences of changes in diversification in the U.S. pharmaceutical industry 1977-1986*", STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL, vol. 12, p. 187 à 199.
- HIRIGOYEN G.**, 1991, "*Ingénierie Financière et Finance d'Entreprise*", WORKING PAPER, 1991, 34 pages.
- HIRIGOYEN G.**, 1993, "*Nouvelles approches du lien stratégie-finance*", REVUE FRANCAISE DE GESTION, Janvier-Février, p. 64 à 74.
- HIRSHLEIFER D. et TITMAN S.**, 1990, "*Share tendering strategies and the succes of hostile takeover bids*", JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY, vol. 98, n° 2, p. 295 à 324.
- HOPKINS D.H.**, 1987 A, "*Acquisition strategy and the market position of acquiring firms*", STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL, vol. 8, p. 535 à 547.
- HOPKINS D.H.**, 1987 B, "*Long term acquisition strategies in the U.S. Economy*", JOURNAL OF MANAGEMENT, n° 13, n° 3, p. 557 à 572.

**HUNT J.W.**, 1990, "*Changing pattern of acquisition behaviour in takeovers and the consequences for acquisition process*", STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL, vol. 11, P. 69 À 77.

**HURSIN P. & PROST A.**, 1992, "*Mesure du degré de contrôle du capital des sociétés et prix de contrôle lors des offres publiques d'achat : le cas français*", CAHIERS DE RECHERCHE EN GESTION DES ENTREPRISES, Université de Rennes, n° 33, mars, 21 pages.

**HUSSON B.**, 1987, LA PRISE DE CONTROLE D'ENTREPRISES, Presses Universitaires de France, 240 pages.

**HUSSON B.**, 1987, "*the wealth effect of corporate takeovers : an empirical investigation of a french sample of cash tender offers, exchange tender offers and controlling block trades*", LES CAHIERS DE RECHERCHE DU CENTRE HEC-ISA, n° 301/1987, 40 pages.

**HUSSON B.**, 1989, "*La théorie à l'épreuve des faits*", REVUE FRANCAISE DE GESTION, Septembre-Octobre, p. 84 à 97.

**HYAFIL A.**, 1991, "*The logic of corporate acquisitions*", CAHIERS DE RECHERCHE HEC, n° 423, 120 pages.

**IGALENS J. & PENAN H.**, 1991, "*La structure des connaissances en gestion des ressources humaines*", COMMUNICATION AU COLLOQUE DES IAE, Clermont-Ferrand, 13 pages.

**INGHAM H., INGILD K. ET LOVESTAM A.**, 1992, "*Mergers and profitability : a managerial success story ?*", JOURNAL OF MANAGEMENT STUDIES, vol. 29, n° 2, p. 195 à 208.

**JACQUEMIN A.**, 1979, ECONOMIE INDUSTRIELLE EUROPEENNE, Ed. Dunod, 2ème édition, 376 pages.

**JACQUEMIN A.**, 1991, "*Stratégies d'entreprise et politique de la concurrence dans le marché unique européen*", REVUE D'ECONOMIE INDUSTRIELLE, n° 57, p. 6 à 24.

**JACQUEMIN A.**, 1993, ENJEUX DE LA NOUVELLE ECONOMIE INDUSTRIELLE EUROPEENNE, Presses Universitaires de Grenoble, 37 pages.

**JACQUEMIN A., BUIGUES P. et ILZKOWITZ**, 1989, "*Concentration horizontale, fusions et politique de la concurrence dans la communauté européenne*", ECONOMIE EUROPEENNE, Mai, n° 40, p. 1 à 103.

**JACQUEMIN A. et REMICHE B. (éds)**, 1988, COOPERATION ENTRE ENTREPRISES, Ed. De Boeck Université, 287 pages.

**JACQUOT T.**, 1991, "*Objet, contenu et logiques d'expression du discours stratégique des dirigeants: une analyse lexicométrique de messages des Présidents*", CAHIERS DE RECHERCHES ERESTRATE, IAE NANCY, n° 5, 56 pages.

**JAMBU M.**, 1989, EXPLORATION INFORMATIQUE ET STATISTIQUE DES DONNEES, Dunod, 506 pages.

**JARRELL G.A. ET POULSEN A.B.**, 1989, "*the returns to acquiring firms in tender offers :evidence from three decades*", FINANCIAL MANAGEMENT, vol. 18, p. 327 à 338.

**JEMISON D.B. & SITKIN J.B.**, 1986, "*Corporate acquisitions : a process perspective*", ACADEMY OF MANAGEMENT REVIEW, vol. 4, n° 1, p. 145 à 161.



**JENNY F. & WEBER A.P.**, 1976, *L'ENTREPRISE ET LES POLITIQUES DE CONCURRENCE*, Editions d'Organisation, 291 pages.

**JENSEN M.C.**, 1984, "*Takeovers : folklore and science*", HARVARD BUSINESS REVIEW, november-december, p. 109 à 121.

**JENSEN M.C.**, 1988, "*Takeovers : their causes and consequences*", JOURNAL OF ECONOMIC PERSPECTIVES, vol. 2, n° 1, p. 21 à 48.

**JENSEN M.C.**, 1990, "*Les actionnaires doivent contrôler les gestionnaires*", HARVARD L'EXPANSION, été, p. 60 à 72. Traduction de "*Eclipse of the public corporation*", HARVARD BUSINESS REVIEW, september-october, 1989.

**JENSEN M.C. et RUBACK R.S.**, 1983, "*the market for corporate control*", JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, vol. 11, p. 5 à 50.

**JOFFRE P.**, 1988, "*L'économie des coûts de transaction*", in DE NOUVELLES THEORIES POUR GERER L'ENTREPRISE, Economica.

**KABIR R., CANTRIJN D. & JEUNINK A.**, 1993, "*Takeover defences, ownership structure and stock returns*", COMMUNICATION AUX JOURNEES INTERNATIONALES DE L'AFFI, Juillet 1993.

**KAPLAN S.N. et WEISBACH M.S.**, 1992, "*the success of acquisitions : evidence from divestitures*", JOURNAL OF FINANCE, vol. 67, n° 1, p. 107 à 138.

**KAST R.**, 1992, "*Théorie des jeux*", ENCYCLOPEDIE DU MANAGEMENT, éd. Vuibert, p. 941 à 950.

**KING M.**, 1989, "*Economic growth and the life - cycle of firms*", EUROPEAN ECONOMIC REVIEW, vol. 33, p. 325 à 334.

**KOENIG G.**, 1990, *MANAGEMENT STRATEGIQUE : VISION, MANGEVRES ET TACTIQUES*, Ed. Nathan, 400 pages.

**KRIFA H.**, 1990, "*Caractéristiques et logiques des OPA en France*", REVUE D'ECONOMIE INDUSTRIELLE, n° 53, p. 37 à 53.

**KUMAR M.S.**, 1985, "*Growth, acquisition activity and firm size : evidence from the United Kingdom*", THE JOURNAL OF INDUSTRIAL ECONOMICS, vol. 33, march, p. 327 à 338.

**KUSEWITT J.B.Jr**, 1985, "*An exploratory study of strategic acquisition factors relating to performance*", STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL, vol. 6, p. 151 à 169.

**KYLE A.S. et VILA J.L.**, 1991, "*Noise trading and takeovers*", RAND JOURNAL OF ECONOMICS, vol. 22, n° 1, p. 54 à 71.

**LABOURDETTE A.**, 1989, *STRATEGIES D'ENTREPRISE : UNE ANALYSE MICRO-ECONOMIQUE*, Montchrestien, p. 117 à 164.

**LABOURDETTE A.**, 1992, *THEORIE DES ORGANISATIONS*, Presses Universitaires de France, 302 pages.

**LACKER J.M. & WEINBERG J.M.**, 1990, "*Takeovers and stock price volatility*", ECONOMIC REVIEW-FEDERAL RESERVE BANK OF RICHMOND, march/april, p. 29 à 44.

**LANG L., STULZ R.M. et WALKLING R.A.**, 1991, "A test of the free cash flow hypotheses : the case of bidder returns", Journées Internationales de Finance de l'AFFI, Louvain-La-Neuve, Juillet, 36 pages.

**LAW W. A.**, 1986, "A corporation is more than its stock", HARVARD BUSINESS REVIEW, may-june, p. 75 à 79.

**LEBART L. et SALEM A.**, 1988, ANALYSE STATISTIQUE DES DONNEES TEXTUELLES, Dunod, 209 pages.

**LE CORVELLER B.**, 1992, "La prédiction de l'opéabilité et la détection des cibles potentielles d'OPA et d'OPE : une analyse empirique", CAHIERS DE RECHERCHES EN GESTION DES ENTREPRISES, UNIVERSITE DE RENNES, n° 33, mars, 57 pages.

**LEMOIGNE J.L.**, 1990, LA MODELISATION DES SYSTEMES COMPLEXES, Dunod, 178 pages.

**LICHTENBERG F.R. & SIEGEL D.**, 1987, "Productivity and changes in ownership of manufacturing plants", BROOKING REVIEW, n° 3, p. 643 à 683.

**LICHTENBERG F.R. & SIEGEL D.**, 1990, "the effect of ownership changes on the employment and wages of central office and other personnel", JOURNAL OF LAW AND ECONOMICS, vol. 33, p. 383 à 408.

**LIMMACK R.J.**, 1991, "Corporate mergers and shareholders wealth effects : 1977-1986", ACCOUNTING AND BUSINESS RESEARCH, vol. 21, n° 83, p. 239 à 251.

**LIOUVILLE J.**, 1991, "Les entreprises allemandes sont-elles à l'abri des acquisitions hostiles ?", CAHIERS DU CESAG - Université Robert Schuman Strasbourg, n° 1.

**LODERER C. et MARTIN K.**, 1990, "Corporate acquisitions by listed firms : the experience of a comprehensive sample", FINANCIAL MANAGEMENT, vol. 19, n° 4, p. 17 à 33.

✕ **LUTBAKIN M.**, 1983, "Mergers and the performance of the acquiring firms", ACADEMY OF MANAGEMENT REVIEW.

**LUTBAKIN M. et CHATERJEE S.**, 1991, "the strategy-shareholder value relationship : testing temporal stability accross market cycles", STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL, vol. 12, p. 251 à 270.

**MANDELKER G.**, 1974, "Risk and return : the case of merging firms", JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, vol. 1, p. 303 à 335.

**MARCH J.G.**, 1991, DECISIONS ET ORGANISATIONS, Les Editions d'Organisation, p. 231 à 254, traduction d'un article paru dans la revue ACCOUNTING, ORGANIZATION AND SOCIETY, vol. 12, 1987, p. 153 à 168.

**MARCH J.G. & SIMON H.A.**, 1991, LES ORGANISATIONS, Ed. Dunod, 2ème édition, 254 pages.

**MARMUSE C.**, 1976, LA FUSION DES ORGANISATIONS, thèse pour le Doctorat ès-Sciences de Gestion, Université de Lille I, 438 pages.

**MARMUSE C.**, 1978, "La fusion des organisations", DIRECTION ET GESTION, n° 1, p. 17 à 28.

- MARTIN K.J. et Mc CONNEL J.J.**, 1991, "*Corporate performance, corporate takeovers, and management turnover*", JOURNAL OF FINANCE, vol. XLVI, n° 2, p. 671 à 687.
- MARTINET A.C.**, 1984, MANAGEMENT STRATEGIQUE : ORGANISATION ET POLITIQUE, Mc Graw-Will, 118 pages.
- MARTINET A.C.**, 1993-A, "*Stratégie et pensée complexe*", REVUE FRANCAISE DE GESTION, mars-avril-mai, p. 64 à 72.
- MARTINET A.C.**, 1993-B, "*Les paradigmes stratégiques : l'éternel retour ?*", Papier de recherche URA-IAE de Lyon, n° 28, 15 pages.
- MASSE I., HANRAHAN R. et KUSHNER J.**, 1990, "*the effect of the method of payment on stock returns in canadian tender offers and mergers proposals for both target and bidding firms*", QUARTERLY JOURNAL OF BUSINESS AND ECONOMICS, p. 102 à 125.
- MERLE C. et STOCLIN H.**, 1988, "*L'expérience américaine : l'essor des OPA et LBO financés par la dette*", REVUE D'ECONOMIE FINANCIERE, n° 56, p. 131 à 146.
- MICHEL A. et SHAKED I.**, 1988, "*Corporate takeovers : excess returns and the multiple bidding phenomena*", JOURNAL OF BUSINESS FINANCE AND ACCOUNTING, vol. 15, n° 2, p. 263 à 273.
- MIKKELSON W.H. et PARTCH M.M.**, 1989, "*Managers voting rights and corporate control*", JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, vol. 25, p. 263 à 290.
- MIKOL A.**, 1989, "*il n'y a pas d'OPA inamicale*", REVUE FRANCAISE DE GESTION, septembre-octobre, p.113 à 119.
- MINTZBERG H.**, 1986, LE POUVOIR DANS LES ORGANISATIONS, Editions d'Organisation/Editions Agence d'Arc, 679 pages.
- MITCHELL M.L. et LEHN K.**, 1990, "*Do bad bidders become good targets*", JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY, vol. 98, n° 21, p. 372 à 398.
- MONTGOMERY C.A. et SINGH H.**, 1987, "*Corporate acquisitions strategies and economic performance*", STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL, vol. 8, p. 337 à 386.
- MONTGOMERY C.A., WENERFELT B. & BALAKRISHNAN S.**, 1989, "*Strategy content and the research process : a critique and a commentary*", STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL, vol. 12, p. 83 à 84.
- MONTGOMERY C.A., WENERFELT B. & BALAKRISHNAN S.**, 1991, "*Strategy and the research process : a reply*", STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL, vol. 12, p. 83 à 84.
- MØRCK R., SHLEIFER A. et VISHNY R.W.**, 1988, "*characteristics of targets of hostile and friendly takeovers*", in CORPORATE TAKEOVERS : CAUSES AND CONSEQUENCES sous la direction de A.S. AUERBACH, National Bureau of Economic Research, the University of Chicago Press, p. 101 à 136.
- MØRCK R., SHLEIFER A. et VISHNY R.W.**, 1989, "*Alternative mechanisms for corporate control*", AMERICAN ECONOMIC REVIEW, vol. 79, n° 4, p. 842 à 852.
- MOREL C.**, 1992, "*Le mal chronique de la connaissance ordinaire sur l'entreprise*", GERER ET COMPRENDRE, septembre, p. 71 à 83.

**MORIN E.**, 1990, INTRODUCTION A LA PENSEE COMPLEXE, ESF, 158 pages.

**MULDUR U.**, 1988, "Le développement des fusions et acquisitions : causes et conséquences", REVUE D'ECONOMIE FINANCIERE, n° 4, p. 108 à 117.

**NAVATTE P.**, 1978-A, ANALYSE ECONOMIQUE ET FINANCIERE DES OPERATIONS DE FUSION - ABSORPTION MENEES PAR LES ENTREPRISES FRANÇAISES DE 1962 à 1974, thèse pour le Doctorat ès-Sciences de gestion, Université de Rennes, 425 pages.

**NAVATTE P.**, 1978-B, "Les caractéristiques des firmes impliquées dans des opérations de fusion - absorption. Le cas français : 1962-1974", VIE ET SCIENCES ECONOMIQUES, n° 78, p. 31 à 50.

X **NAVATTE P.**, 1978-C, "L'étude des effets micro-économiques produits par les opérations de fusion-absorption : une analyse appliquée à l'industrie française et au cas du secteur ciment", REVUE D'ECONOMIE INDUSTRIELLE, n° 4, p. 117 à 142.

**NEELY W.P.**, 1987, "Banking acquisitions : acquirer and target shareholder returns", FINANCIAL MANAGEMENT, winter, p. 66 à 74.

**NIELSEN J.F. et MELICHER R.W.**, 1973, "A financial analysis of acquisition and merger premiums", JOURNAL OF FINANCIAL AND QUANTITATIVE ANALYSIS, mars, p. 139 à 148.

**NORDON D.**, 1990, L'INTELLECTUEL ET SA CROYANCE, l'harmattan, 188 pages.

**NUSSEMBAUM M.**, 1989, "Prises de contrôle, fusions, acquisitions", ENCYCLOPEDIE DE GESTION, Economica, p. 2245 à 2270.

**PAINE F.T. & POWER D.J.**, 1984, "Merger strategy : an examination of drucker's five rule for successful acquisitions", STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL, vol. 13, n° 2, p. 5 à 17.

**PALEPU K.G.**, 1986, "Predicting takeover targets", JOURNAL OF ACCOUNTING AND ECONOMICS, vol. 8, p. 3 à 35.

X **PASQUERO J.**, 1989, "Fusions et acquisitions : principes d'analyse éthique", REVUE FRANÇAISE DE GESTION, juin-juillet-août, p. 97 à 108.

**PATUREL R.**, 1978, CROISSANCE INTERNE ET CROISSANCE EXTERNE DES ENTREPRISES : L'EXEMPLE FRANÇAIS DE LA PERIODE RECENTE, Thèse pour le Doctorat ès-Sciences Economiques, Université de Paris I Panthéon-Sorbonne, 668 pages.

**PATUREL R.**, 1981, "1980 : une année importante pour le redéploiement des entreprises françaises", REVUE D'ECONOMIE INDUSTRIELLE, n° 16, p. 83 à 112.

X **PATUREL R.**, 1982, "Restructuration des entreprises françaises en 1981 : l'attente...", REVUE D'ECONOMIE INDUSTRIELLE, n° 21, p. 93 à 104.

X **PATUREL R.**, 1983, "Restructuration en 1982 : l'influence des pouvoirs publics", REVUE D'ECONOMIE INDUSTRIELLE, n° 24, p. 62 à 78.

**PATUREL R.**, 1983, "Réflexions sur l'activité du concept de croissance externe", PAPIER DE RECHERCHE - CERAG, n° 83-08, 18 pages.

**PATUREL R.**, 1984, "Redéploiement des entreprises françaises en 1983 : la poursuite des stratégies de recentrage et d'internationalisation", REVUE D'ECONOMIE INDUSTRIELLE, n° 29, p. 96 à 106.

**PATUREL R.**, 1987, "*Le rôle des acteurs dans l'évolution des structures industrielles françaises*", REVUE D'ECONOMIE INDUSTRIELLE, n° 42, p. 74 à 89.

**PATUREL R.**, 1991, "*Les grandes tendances de la restructuration des entreprises françaises en 1990*", REVUE D'ECONOMIE INDUSTRIELLE, n° 58, p. 121 à 132.

**PATUREL R.**, 1992, "*Analyse des manœuvres stratégiques des principales entreprises françaises*", REVUE D'ECONOMIE INDUSTRIELLE, n° 62, p. 106 à 117.

**PAYNE A.F.**, 1987, "*Approaching acquisitions strategically*", JOURNAL OF GENERAL MANAGEMENT, vol. 13, n° 2, p. 5 à 17.

**PENAN H.**, 1991, "*L'analyse stratégique du portefeuille technologique*", COMMUNICATION AU COLLOQUE DES IAE, Clermont-Ferrand, 14 pages.

**PERRY L.T.**, 1986, "*Thinking successfully : sending the right signals*", SLOAN MANAGEMENT REVIEW, spring, p. 47 à 57.

**PETITPIERRE-SAUVAIN A.**, 1991, "*L'égalité des actionnaires dans l'offre publique d'achat*", REVUE DE DROIT DES AFFAIRES INTERNATIONALES, n° 5, p. 645 à 657.

**PETTWAY R.H. & TRIFTS J.W.**, 1985, "*Do banks overbid when acquiring failed banks ?*", FINANCIAL MANAGEMENT, Summer, p. 5 à 15.

**PEZARD A.**, 1990, "*La nouvelle réglementation des offres publiques d'achat*", REVUE BANQUE, n° 507, p. 675 à 683.

**PIAGET J.**, 1988, EPISTEMOLOGIE GENETIQUE, PUF, Que Sais-je ?, n° 1399, 4ème édition.

**PICKENS T.B.**, 1986, "*Professions of a short termer*", HARVARD BUSINESS REVIEW, may-june, p. 75 à 79.

**PICKENS T.B.**, 1988 A, "*Say yes for efficiency's sake*", FINANCIAL EXECUTIVE, march-avril, p. 50 à 54.

**PICKENS T.B.**, 1988 B, "*Pourquoi les entreprises américaines sont mal gérées*", POLITIQUE INDUSTRIELLE, été, p. 9 à 19.

**PINCHES G.E., MINGO K.A. & CARUTHERS J.K.**, 1973, "*the stability of financial patterns in industrial organizations*", JOURNAL OF FINANCE, june, p. 389 à 396.

**PORTER M.E.**, 1986, L'AVANTAGE CONCURRENTIEL, Interéditions, 647 pages.

**PORTER M.E.**, 1989, "*De l'avantage concurrentiel à la stratégie*", HARVARD L'EXPANSION, hiver 1989-1990, p. 6 à 25. Traduction de "*From competitive advantage to corporate strategy*", HARVARD BUSINESS REVIEW, mai-juin 1987.

**POTTIER C.**, 1989, "*Croissance externe et mobilité du capital : les opérations de 10 groupes industriels français, 1983-1989*", REVUE D'ECONOMIE INDUSTRIELLE, n° 47, p. 165 à 179.

**POTTIER C.**, 1992, STRATEGIES D'ACQUISITION DES GROUPES INDUSTRIELS FRANÇAIS, Ed. Eyrolles, 192 pages.

**POWERS I.Y.**, 1987, "*A game theoretic model of corporate takeovers by major stockholders*", MANAGEMENT SCIENCE, vol. 33, n° 4, p. 467 à 483.

- PRICE C.**, 1987, "*Life after merger*", BUSINESS TODAY, february, p. 83 et 84.
- PROT B. et DE ROSEN M.**, 1990, LE RETOUR DU CAPITAL, Ed. Odile Jacob.
- QUIVY R. & VAN CAMPENHOUDT L.**, 1988, MANUEL DE RECHERCHE EN SCIENCES SOCIALES, Dunod.
- RAFFOURNIER B.**, 1985, "*Les conséquences d'une offre publique d'achat ou d'échange sur la valeur de l'action visée*", CERAG, Papier de recherche n° 85-15, 31 pages.
- RAFFOURNIER B.**, 1989, "*OPA : La réglementation à la poursuite de la pratique*", REVUE FRANCAISE DE GESTION, septembre-octobre, p. 105 à 112.
- RAIMBOURG P.**, 1989, "*Asymétrie d'information, théorie de l'agence et gestion de l'entreprise*", ENCYCLOPEDE DE GESTION, Economica, p. 181 à 192.
- RAMANUJAN V. & VARADARAJAN P.**, 1989, "*Research on corporate diversification : a synthesis*", STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL, vol. 10, p. 523 à 551.
- RAPPAPORT A.**, 1990, "*Il faut augmenter la richesse des actionnaires*", HARVARD L'EXPANSION, été, p. 73 à 85. Traduction de "*The staying power of the public corporation*", HARVARD BUSINESS REVIEW, january-february, 1990.
- RAVENS CRAFT D.J. et SCHERER F.M.**, 1987, "*Life after takeover*", THE JOURNAL OF INDUSTRIAL ECONOMICS, vol. 36, n° 2, p. 147 à 156.
- REGE U.P.**, 1984, "*Accounting ratios to locate takeover targets*", JOURNAL OF BUSINESS FINANCE AND ACCOUNTING, vol. 4, autumn, p. 301 à 311.
- REFAIT M.**, 1991, LE ROLE ECONOMIQUE DES OFFRES PUBLIQUES D'ACHAT ET D'ECHANGE, PUF, 254 pages.
- REINERT M.**, 1986, "*Un logiciel d'analyse lexicale : Alceste*", LES CAHIERS DE L'ANALYSE DES DONNEES, vol. XI, n° 4, p. 471 à 484.
- RING P.H. & VAN DE VEN A.H.**, 1992, "*Structuring cooperative relationships between organizations*", STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL, vol. 13, p. 483-498.
- ROLL R.**, 1986, "*the hubris hypotheses of corporate takeovers*", JOURNAL OF BUSINESS, vol. 59, n° 2, p. 197 à 216.
- ROSETT J.G.**, 1990, "*Do union wealth concessions explain takeover premiums ?*", JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, vol. 27, p. 263 à 282.
- RUBACK R.S.**, 1988, "*Do target shareholders lose in Unsuccessful control contests ?*", in CORPORATE TAKEOVERS : CAUSES AND CONSEQUENCES sous la direction de A.J. AUERBACH, National Bureau of Economic Research, the University of Chicago Press, p. 137 à 156.
- RUMELT R.P.**, 1974, STRUCTURE, STRATEGY AND ECONOMIC PERFORMANCE, Harvard University Press.
- RUMELT R.P.**, 1982, "*Diversification strategy and profitability*", STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL, vol. 3, p. 359 à 369.
- SALTER M.S. & WEINHOLD W.A.**, 1981, "*Choosing compatible acquisitions*", HARVARD BUSINESS REVIEW, january-february, p. 117 à 127.

**SAPORTA G.**, 1990, *PROBABILITES, ANALYSE DES DONNEES ET STATISTIQUES*, Ed. Technip, 493 pages.

**SAUL R.S.**, 1985, "*Hostile takeovers : what should be done ?*", *HARVARD BUSINESS REVIEW*, septembre-octobre, p. 18 à 24.

**SAUTIER R.**, 1988, "*Leçons d'une OPA manquée*", *REVUE DES DEUX MONDES*, avril, p. 110 à 115.

**SCANLON K.P., TRIFTS J.W. et PETTWAY R.H.**, 1989, "*Impact of relative size and industrial relatedness on returns to share holders of acquiring firms*", *THE JOURNAL OF FINANCIAL RESEARCH*, vol. 12, n° 2, p. 103 à 112.

**SCHERER F.M.**, 1988, "*Corporate takeovers : the efficiency arguments*", *JOURNAL OF ECONOMIC PERSPECTIVES*, vol. 2, n° 1, p. 69 à 82.

**SHLEIFER A. & VISHNY R.W.**, 1989, "*Management entrenchment : the case of manager-specific investments*", *JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS*, vol. 25, p. 123 à 139.

**SCHNEIDER J.C. et DUNBAR R.L.M.**, 1987, "*Takeover attempts : what does the language tell us*", *CAHIERS DE RECHERCHES INSEAD*, n° 87/16, 31 pages.

**SHUBIK M.**, 1991, *THEORIE DES JEUX ET SCIENCES SOCIALES*, Economica, 513 pages.

**SCHWEMM J.B.**, 1988, "*the corporate killing fields*", *MANAGEMENT REVIEW*, January, p. 55 à 57.

**SERPA R.**, 1988, "*The often overlooked ethical aspect of mergers*", *JOURNAL OF BUSINESS ETHICS*, vol. 7, p. 359 à 362.

**SERVAES H.**, 1991, "*Tobin's q and gains from takeovers*", *THE JOURNAL OF FINANCE*, vol. 66, n° 1, p. 409 à 419.

**SETH A.**, 1990, "*Value creation in acquisitions : a reexamination of performance issues*", *STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL*, vol. 11, p. 99 à 115.

**SETH A. & ZINKHAN G.**, 1991, "*Strategy and the research process : a comment*", *STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL*, vol. 12, p. 75 à 82.

**SFEZ L.**, 1988, *LA DECISION*, Presses Universitaires de France, "*Que Sais-je ?*", n° 2181, 2ème édition, 128 pages.

**SHELTON L.M.**, 1988, "*Strategic business fits and corporate acquisition : empirical evidence*", *STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL*, vol. 9, p. 279 à 287.

**SHLEIFER A. et SUMMERS L.H.**, 1988, "*Breach of trust in hostile takeovers*", in *CORPORATE TAKEOVERS : CAUSES AND CONSEQUENCES*, sous la direction de A.J. AUERBACH, National Bureau of Economic Research, the University of Chicago Press, p. 33 à 64.

**SHLEIFER A. et VISHNY R.W.**, 1986, "*Large shareholders and corporate control*", *JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY*, vol. 94, n° 3, p. 461 à 488.

**SILEM A. et MARTINEZ G.**, 1983, *INFORMATION DES SALARIES ET STRATEGIES DE COMMUNICATION*, Editions d'Organisation.

- SIMKOWITZ M. et MONROE R.S.**, 1971, "A discriminant analysis function for conglomerate mergers", SOUTHERN JOURNAL OF BUSINESS, november, p. 1 à 16.
- SIMON H.A.**, 1983, ADMINISTRATION ET PROCESSUS DE DECISION, Economica, 321 pages.
- SINGH A.**, 1975, "Takeovers, economic natural selection and the theory of the firm : evidence from the postwar United Kingdom experience", THE ECONOMIC JOURNAL, vol. 85, p. 497 à 515.
- STEIN J.C.**, 1986, "Takeover threats and managerial myopia", JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY, vol. 96, n° 1, P. 61 à 80.
- STEINER P.O.**, 1975, MERGERS : MOTIVES, EFFECTS, POLICIES, Ann Arbor - University of Michigan Press, 359 pages.
- STEVENS D.L.**, 1973, "Financial Characteristics of merged firms : a multivariate analysis", JOURNAL OF FINANCIAL AND QUANTITATIVE ANALYSIS, march, p. 149 à 158.
- STRATEGOR**, 1988, STRATEGIE, STRUCTURE, DECISION, IDENTITE, Intereditions, 504 pages.
- STULTZ R.M., WALKLING R.A. et SONG M.H.**, 1990, "the distribution of target ownership and the division of gains in successful takeovers", THE JOURNAL OF FINANCE, vol. 65, n° 3, p. 817 à 833.
- SUDARSANAM S., HOLL P. & SALAMI A.**, 1993, "Shareholder wealth gains in mergers: and empirical test of the synergy and agency effects", COMMUNICATION AUX JOURNEES INTERNATIONALES DE L'AFFI, juillet 1993.
- THIETART R.A. & FORGUES B.**, 1993, "la dialectique de l'ordre et du chaos dans les organisations", REVUE FRANCAISE DE GESTION, mars-avril-mai, p. 5 à 15.
- TREVOR L.**, 1988, "Vote no, based on the facts", FINANCIAL EXECUTIVE, march-avril, p. 55 et 56.
- TRIFTS J.W.**, 1991, "Corporate takeovers bids, methods of payment and the effects of leverage", QUARTERLY JOURNAL OF BUSINESS AND ECONOMICS, p. 33 à 47.
- TZOANNOS J. et SAMUELS J.M.**, 1972, "Mergers and takeovers : the financial characteristics of companies involved", JOURNAL OF BUSINESS FINANCE, vol. 4, n° 3, p. 5 à 16.
- VARAIYA N.P. et FERRIS K.R.**, 1987, "Overpaying in corporate takeovers : the winner's curse", FINANCIAL ANALYSIS JOURNAL, mai-juin, p. 64 à 70.
- VERY P.**, 1991, STRATEGIES DE DIVERSIFICATION, Ed. Liaisons, 200 pages.
- VIANDIER A.**, 1987, "Les défenses anti-OPA aux Etats-Unis", REVUE BANQUE, n° 469, p. 158 à 171.
- VOGLER E.**, 1992, "Un modèle descriptif du processus de diversification interne dans les entreprises de services aux entreprises", IRE-ESC LYON, n° 9238 MSE, 30 pages.
- VOGLER E.**, 1992, "Diversification interne des entreprises de services aux entreprises et performance : une revue de la littérature", IRE-ESC LYON, n° 9237 MSE, 87 pages.
- VOLLE M.**, 1985, ANALYSE DES DONNEES, Economica, 324 pages.



**WALKLING R.A.**, 1985, "*Predicting tender offer success : a logistic analysis*", JOURNAL OF FINANCIAL AND QUANTITATIVE ANALYSTS, vol. 20, n° 4, p. 461 à 478.

**WALSH J.P.**, 1988, "*Top management turnover following mergers and acquisitions*", STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL, vol. 9, p. 173 à 183.

**WALSH J.P.**, 1989, "*Doing a deal : merger and acquisition negotiations and their impact upon target company top management turnover*", STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL, vol. 10, p. 307 à 322.

**WALSH J.P. et ELLWOOD J.W.**, 1991, "*Mergers, acquisitions and the pruning of managerial deadwood*", STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL, vol.12, p.201 à 217.

**WALTER G.A. et BARNEY J.B.**, 1990, "*Management objectives in mergers and acquisitions*", STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL, vol. 11, P. 79 À 86.

**WANSLEY J.P. et LANE W.R.**, 1983, "*A financial profile of merged firms*", REVIEW OF BUSINESS AND ECONOMIC RESEARCH, p. 87 à 98.

**WESTON J.F., CHUNG K.S. et HOAG S.E.**, 1990, MERGERS RESTRUCTURING AND CORPORATE CONTROL, Prentice Hall, 762 pages.

**WILLIAMSON O.E.**, 1975, MARKETS AND HIERARCHIES : Analysis and antitrusts implications, the free Press

**WYMEERSCH E.**, 1991, "*L'offre publique d'achat obligatoire*", REVUE DE DROIT DES AFFAIRES INTERNATIONALES, n° 5, p. 625 à 643.

**YIP G.S.**, 1982, "*Diversification entry : internal development versus acquisition*", STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL, vol. 3, p. 331 à 345.

# PRESENTATION THEMATIQUE DE LA BIBLIOGRAPHIE

## 1. LA CROISSANCE EXTERNE ET LA RESTRUCTURATION

### 1.1. Ouvrages

**ALLOUCHE J.**, 1981, MOTIFS ET EFFICACITE DES OPERATIONS DE CROISSANCE EXTERNE, Thèse pour le Doctorat ès-Sciences Economiques, Paris, Université Paris IX Dauphine.

**BIENAYME A.**, 1973, LA CROISSANCE DES ENTREPRISES, Tome 2 : Analyse dynamique de la concurrence industrielle, Ed. Bordas, 402 pages.

**CRESPY G.** (ed), 1988, STRATEGIES ET COMPETITIVITE DANS L'INDUSTRIE MONDIALE, Economica-CPE, 438 pages.

**EYNAUDI C.**, 1990, LA DYNAMIQUE BANCAIRE DU MARCHE FRANCAIS DES FUSIONS ET ACQUISITIONS D'ENTREPRISES, Thèse pour le Doctorat ès-Sciences Economiques, Paris, Université Paris XIII.

**JACQUEMIN A.**, 1979, ECONOMIE INDUSTRIELLE EUROPEENNE, Ed. Dunod, 2ème Edition, 376 pages.

**JENNY F. & WEBER A.P.**, 1976, L'ENTREPRISE ET LES POLITIQUES DE CONCURRENCE, Editions d'Organisation, 291 pages.

**LABOURDETTE A.**, 1989, STRATEGIES D'ENTREPRISE : UNE ANALYSE MICRO-ECONOMIQUE, Montchrestien, p. 117 à 164.

**LABOURDETTE A.**, 1992, THEORIE DES ORGANISATIONS, Presses Universitaires de France, 302 pages.

**MARMUSE C.**, 1976, LA FUSION DES ORGANISATIONS, Thèse pour le Doctorat ès-Sciences de Gestion, Université de Lille, I, 438 pages.

**NAVATTE P.**, 1978-A, ANALYSE ECONOMIQUE ET FINANCIERES DES OPERATIONS DE FUSION-ABSORPTION MENEES PAR LES ENTREPRISES FRANÇAISES DE 1962 à 1974, Thèse pour le Doctorat ès-Sciences de Gestion, Université de Rennes, 425 pages.

**PATUREL R.**, 1978, CROISSANCE INTERNE ET CROISSANCE EXTERNE DES ENTREPRISES : L'EXEMPLE FRANÇAIS DE LA PERIODE RECENTE, Thèse pour le Doctorat ès-Sciences Economiques, Université de Paris I Panthéon-Sorbonne, 668 pages.

**POTTIER C.**, 1992, STRATEGIES D'ACQUISITION DES GROUPES INDUSTRIELS FRANÇAIS, Ed. Eyrolles, 182 pages.

**PROT B. ET DE ROSEN M.**, 1990, LE RETOUR DU CAPITAL, Ed. Odile Jacob.

**STEINER P.O.**, 1975, MERGERS : MOTIVES, EFFECTS, POLICIES, Ann Arbor - University of Michigan Press, 359 pages.

## 1.2. Articles

**BAVAY F. et BEAU D.**, 1989, "*L'efficacité des stratégies de croissance externe : l'expérience de l'industrie française*", BANQUE DE FRANCE, 14ème Journées des Centrales de Bilans, Paris, 42 pages.

**BEAU D. et SANANES J.C.**, 1990, "*Les opérations de croissance externe des entreprises françaises : constats et perspectives*", REVUE D'ECONOMIE INDUSTRIELLE, n° 54, p. 100 à 112.

**BESCH B. et GUIEU G.**, 1991, "*Restructurations industrielles et stratégies des entreprises françaises au cours des années 80*", COMMUNICATION A LA CONFERENCE INTERNATIONALE DE GESTION STRATEGIQUE, Montreal, 20-22 Octobre, 22 pages.

**BETHEL J.E. & LIEBESKIND J.**, 1993, "*The effects of ownership structure on corporate restructuring*", STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL, vol. 14, p. 15 à 31.

**CARTWRIGHT P.A., KAMERSCHEN D.R. et ZIEBURTZ N.B.Jr**, 1987, "*The competitive impact of mergers, 1930-1979*", AMERICAN BUSINESS LAW JOURNAL, vol. n° 25, p. 33 à 62.

**DIDRICHSEN J.** 1972, "*The development of diversified and conglomerate firms in the United States, 1920-1970*", BUSINESS HISTORY REVIEW, vol. XLVI, n° 2, p. 202 à 219.

**DUCHESNE C.**, 1991-A, "*Les stratégies inter-entreprises, processus décisionnel, motifs et efficacité*", CAHIERS DE RECHERCHE ERESTRATE/IAE NANCY, n° 3, 63 pages.

**DUCHESNE C.**, 1991-B, "*Les arrangements inter-entreprises, portées et limites des modèles explicatifs*", CAHIERS DE RECHERCHE ERESTRATE/IAE NANCY, n° 4, 47 pages.

**GARELLA P.**, 1989, "*Fusions et acquisitions dans l'industrie européenne*", OBSERVATIONS ET DIAGNOSTICS ECONOMIQUES, n° 29, p. 185 à 219.

**GIBBS P.A.**, 1993, "*Determinants of corporate restructuring : the relative importance of corporate governance, takeover threat, and free cash flow*", STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL, vol. 14, p. 51 à 68.

**HALL B.H.**, 1990, "*The impact of corporate restructuring on industrial research and development*", BROOKINGS PAPERS ON ECONOMIC ACTIVITY : MICROECONOMICS, p. 85 à 135.

**HAMEL G., DOZ Y.L. & PRAHALAD C.K.**, 1989, "*S'associer avec la concurrence : comment en sortir gagnant ?*", HARVARD L'EXPANSION, automne, p. 24 à 33. Traduction de "*Collaborate with yours competitors and win*", HARVARD BUSINESS REVIEW, janvier-février 1989.

**HAWAWINI G.**, 1992, "*Valuation of cross-border mergers and acquisitions*", CAHIERS DE RECHERCHE INSEAD, n° 92/12, 54 pages.

**HENIN P.Y.**, 1971, "*L'insertion des opérations de croissance externe dans la stratégie des entreprises*", Etude économétrique, Tome 2, Convention Cordes.

**INGHAM H., INGVILD K. et LOVESTAM A.**, 1992, "*Mergers and profitability : a managerial succes story ?*", JOURNAL OF MANAGEMENT STUDIES, vol. 29, n° 2, p. 195 à 208.

**JACQUEMIN A. et REMICHE B.** (éds), 1988, COOPERATION ENTRE ENTREPRISES, ed. De Boeck Université, 287 pages.

**JACQUEMIN A., BUIGUES P. et ILZKOWITZ**, 1989, "*Concentration horizontale, fusions et politique de la concurrence dans la communauté européenne*", *ECONOMIE EUROPEENNE*, Mai, n° 40, p. 1 à 103.

**JACQUEMIN A.**, 1991, "*Stratégies d'entreprise et politique de la concurrence dans le marché unique européen*", *REVUE D'ECONOMIE INDUSTRIELLE*, n° 57, p. 6 à 24.

**JACQUEMIN A.**, 1993, *ENJEUX DE LA NOUVELLE ECONOMIE INDUSTRIELLE EUROPEENNE*, Presses Universitaires de Grenoble, 37 pages.

**KING M.**, 1989, "*Economic growth and the life-cycle of firms*", *EUROPEAN ECONOMIC REVIEW*, vol. 33, p. 325 à 334.

**LICHTENBERG F.R. & SIEGEL D.**, 1987, "*Productivity and changes in ownership of manufacturing plants*", *BROOKING REVIEW*, n° 3, p. 643 à 683.

**MARMUSE C.**, 1978, "*La fusion des organisations*", *DIRECTION ET GESTION*, n° 1, p. 17 à 28.

**MULDUR U.**, 1988, "*Le développement des fusions et acquisitions : causes et conséquences*", *REVUE D'ECONOMIE FINANCIERE*, n° 4, p. 108 à 117.

**NAVATTE P.**, 1978-B, "*Les caractéristiques des firmes impliquées dans des opérations de fusion-absorption. Le cas français : 1962-1974*", *VIE ET SCIENCES ECONOMIQUES*, n° 78, p. 31 à 50.

**NAVATTE P.**, 1978-C, "*L'étude des effets micro-économiques produits par les opérations de fusion-absorption : une analyse appliquée à l'industrie française et au cas du secteur ciment*", *REVUE D'ECONOMIE INDUSTRIELLE*, n° 4, p. 117 à 142.

**PATUREL R.**, 1981, "*1980 : une année importante pour le redéploiement des entreprises françaises*", *REVUE D'ECONOMIE INDUSTRIELLE*, n° 16, p. 83 à 112.

**PATUREL R.**, 1982, "*Restructuration des entreprises françaises en 1981 : l'attente...*", *REVUE D'ECONOMIE INDUSTRIELLE*, n° 21, p. 93 à 104.

**PATUREL R.**, 1983, "*Restructuration en 1982 : l'influence des pouvoirs publics*", *REVUE D'ECONOMIE INDUSTRIELLE*, n° 24, p. 62 à 78.

**PATUREL R.**, 1983, "*Réflexions sur l'actualité du concept de croissance externe*", *PAPIER DE RECHERCHE-CERAG*, n° 83-08, 18 pages.

**PATUREL R.**, 1984, "*Redéploiement des entreprises françaises en 1983 : la poursuite des stratégies de recentrage et d'internationalisation*", *REVUE D'ECONOMIE INDUSTRIELLE*, n° 29, p. 96 à 106.

**PATUREL R.**, 1987, "*Le rôle des acteurs dans l'évolution des structures industrielles françaises*", *REVUE D'ECONOMIE INDUSTRIELLE*, n° 42, p. 74 à 89.

**PATUREL R.**, 1991, "*Les grandes tendances de la restructuration des entreprises françaises en 1990*", *REVUE D'ECONOMIE INDUSTRIELLE*, n° 58, p. 121 à 132.

**PATUREL R.**, 1992, "*Analyse des manœuvres stratégiques des principales entreprises françaises*", *REVUE D'ECONOMIE INDUSTRIELLE*, n° 62, p. 106 à 117.

**POTTIER C.**, 1989, "*Croissance externe et mobilité du capital : les opérations de 10 groupes industriels français, 1983-1989*", *REVUE D'ECONOMIE INDUSTRIELLE*, n° 47, p. 165 à 179.

**RING P.H. & VAN DE VEN A.H.**, 1992, "*Structuring cooperative relationship between organizations*", *STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL*, vol. 13, p. 483-498.

WALTER G.A. et BARNEY J.B., 1990, "*Management objectives in mergers and acquisitions*", STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL, vol. 11, p. 79 à 86.

YIP G.S., 1982, "*Diversification entry : internal development versus acquisition*", STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL, vol. 3, p. 331 à 345.

## 2. LES OFFRES PUBLIQUES D'ACHAT ET D'ECHANGE

### 2.1. Le débat contradictoire sur le rôle des OPA

#### 2.1.1. Ouvrages

DRUCKER P.F., 1988, FAÇONNER L'AVENIR, Les Editions d'Organisation, p. 238 à 259.

GOLDSMITH J., 1986, POUR LA REVOLUTION PERMANENTE DANS LA DIVERSITE, Ed. Stock, 172 pages.

REFAIT M., 1991, LE ROLE ECONOMIQUE DES OFFRES PUBLIQUES D'ACHAT ET D'ECHANGE, PUF, 254 pages.

#### 2.1.2. Articles

ALBERT M., 1991, "*Capitalisme contre capitalisme*", L'EXPANSION, n° 395, p. 62 à 67.

ARTUS P., 1990, "*Les rachats d'entreprise avec endettement*", REVUE D'ECONOMIE FINANCIERE, n° 12-13, p. 95 à 108.

BURNER R.F., 1988, "*the use of excess cash and debt capacity as a motive for merger*", JOURNAL OF FINANCIAL AND QUANTITATIVE ANALYSIS, vol. 23, n° 2, p. 149 à 217.

COMBIN P., 1989, "*Les problèmes posés par les OPA*", ANNALES DE LA SEDEIS, n° 1, 15 Janvier, p. 22 à 31.

COURET A. et FOUGERAT J., 1991, INGENIERIE FINANCIERE DES CESSIONS ET ACQUISITIONS D'ENTREPRISE, Ed. Liaisons, 215 pages.

DUFLOUX C. & KARLIN M., 1989, "*OPA et montée de l'endettement aux Etats-Unis*", n° 500, p. 1179 à 1182.

EHRBAR A., 1985, "*Le développement de la pratique des OPA sauvages et ses conséquences sur le monde financier*", PROBLEMES ECONOMIQUES, n° 1948, p. 13 à 16, Traduction de "Have US takeovers gone too far ?", FORTUNE, 27 Mai 1985.

GASQUET O., 1990, "*Les opérations de LBO aux USA*", ANALYSE FINANCIERE, 4ème trimestre, p. 30 à 33.

HENNESSY E.L. Jr, 1987, "*the fast buck - a faith in the future ? the ethics of corporate restructuring*", National conference on business ethics, BENTLEY COLLEGE WALTAN, MASSACHUSSETS, 15 Octobre 1987, 12 pages.

**HIRIGOYEN G.**, 1991, "*Ingénierie Financière et Finance d'Entreprise*", WORKING PAPER, 1991, 34 pages.

**JENSEN M.C.**, 1984, "*Takeovers : folklore and science*", HARVARD BUSINESS REVIEW, november-december, p. 109 à 121.

**JENSEN M.C.**, 1990, "*Les actionnaires doivent contrôler les gestionnaires*", HARVARD L'EXPANSION, été, p. 60 à 72. Traduction de "*Eclipse of the public corporation*", HARVARD BUSINESS REVIEW, september-october, 1989.

**LAW W. A.**, 1986, "*A corporation is more than its stock*", HARVARD BUSINESS REVIEW, may-june, p. 75 à 79.

**MERLE C. et STOCLIN H.**, 1988, "*L'expérience américaine : l'essor des OPA et LBO financés par la dette*", REVUE D'ECONOMIE FINANCIERE, n° 56, p. 131 à 146.

**PICKENS T.B.**, 1986, "*Professions of a short termer*", HARVARD BUSINESS REVIEW, may-june, p. 75 à 79.

**PICKENS T.B.**, 1988-A, "*Say yes for efficiency's sake*", FINANCIAL EXECUTIVE, march-april, p. 50 à 54.

**PICKENS T.B.**, 1988-B, "*Pourquoi les entreprises américaines sont mal gérées*", POLITIQUE INDUSTRIELLE, été, p. 9 à 19.

**RAPPAPORT A.**, 1990, "*Il faut augmenter la richesse des actionnaires*", HARVARD L'EXPANSION, été, p. 73 à 85. Traduction de "*The staying power of the public corporation*", HARVARD BUSINESS REVIEW, january-february, 1990.

**SAUL R.S.**, 1985, "*Hostile takeovers : what should be done ?*", HARVARD BUSINESS REVIEW, september-october, p. 18 à 24.

**SCHWEMM J.B.**, 1988, "*the corporate killing fields*", MANAGEMENT REVIEW, January, p. 55 à 57.

**STEIN J.C.**, 1988, "*Takeover threats and managerial myopia*", JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY, vol. 96, n° 1, p. 61 à 80.

**TREVOR L.**, 1988, "*Vote no, based on the facts*", FINANCIAL EXECUTIVE, march-april, p. 55 et 56.

## **2.2. L'insertion des OPA dans la politique générale des entreprises.**

### **2.2.1. Ouvrages**

**ANSOFF I.**, 1989, STRATEGIE DU DEVELOPPEMENT DE L'ENTREPRISE, Les Editions d'Organisation, 5ème édition révisée, 287 pages.

**BARTHELEMY B. et METZ-LARUE S.**, 1991, LES OPA ET APRES ?, Eyrolles, 87 pages.

**HASPELAGH P.C. & JEMISON D.B.**, 1991, MANAGING ACQUISITIONS : CREATING VALUE THROUGH CORPORATE RENEWAL, the Free Press, 416 pages.

**PORTER M.E.**, 1986, *L'AVANTAGE CONCURRENTIEL*, Interéditions, 647 pages.

**STRATEGOR**, 1988, *STRATEGIE, STRUCTURE, DECISION, IDENTITE*, Interéditions, 504 pages.

**VERY P.**, 1991, *STRATEGIES DE DIVERSIFICATION*, Ed. Liaisons, 200 pages.

### **2.2.2. Articles**

**GIROUX N.**, 1991, "*L'intégration d'une acquisition : le cas du CDTC*", COMMUNICATION A LA CONFERENCE INTERNATIONALE DE GESTION STRATEGIQUE, Montreal, 20-22 octobre 1991, 19 pages.

**HARRIS R.J. & NICHOLLS J.R.**, 1988, "*Methodology in international acquisitions : an exploratory study*", MANAGERIAL AND DECISION ECONOMICS.

**HASPELAGH P.C. et JEMISON D.B.**, 1987, "*Acquisitions-myths and reality*", SLOAN MANAGEMENT REVIEW, Winter, p. 53 à 58.

**JEMISON D.B. & STIKIN J.B.**, 1986, "*Corporate acquisitions : a process perspective*", ACADEMY OF MANAGEMENT REVIEW, vol. 4, n° 1, p. 145 à 161.

**MIKOL A.**, 1989, "*Il n'y a pas d'OPA inamicale*", REVUE FRANCAISE DE GESTION, septembre-octobre, p. 113 à 119.

**PAYNE A.F.**, 1987, "*Approaching acquisitions strategically*", JOURNAL OF GENERAL MANAGEMENT, vol. 13, n° 2, p. 5 à 17.

**PERRY L.T.**, 1986, "*Thinking successfully : sending the right signals*", SLOAN MANAGEMENT REVIEW, spring, p. 47 à 57.

**PORTER M.E.**, 1989, "*De l'avantage concurrentiel à la stratégie*", HARVARD L'EXPANSION, hiver 1989-1990, p. 6 à 25. Traduction de "*From competitive advantage to corporate strategy*", HARVARD BUSINESS REVIEW, mai-juin 1987.

**PRICE C.**, 1987, "*Life after merger*", BUSINESS TODAY, february, p. 83 et 84.

**SALTER M.S. & WEINHOLD W.A.**, 1981, "*Choosing compatible acquisitions*", HARVARD BUSINESS REVIEW, january-february, p. 117 à 127.

**SAUTIER R.**, 1988, "*Leçons d'une OPA manquée*", REVUE DES DEUX MONDES, avril, p. 110 à 115.

**VOGLER E.**, 1992, "*Un modèle descriptif du processus de diversification interne dans les entreprises de services aux entreprises*", IRE-ESC LYON, n° 9238 MJE, 30 pages.

## 2.3. LA REGLEMENTATION DES OPA ET LES DEFENSES ANTI-OPA

### 2.3.1. Ouvrages

AGNELLET P., GEOFFROY L. et VIARNAUD J.C., 1989, OPA ET STRATEGIES ANTI-OPA, UNE APPROCHE INTERNATIONALE, Ed. Eska.

BARSI G., 1988, LES OPA EN FRANCE : DROIT ET PRATIQUE, Nathan, 240 pages.

GEENS K. & J.M.M. MAEIJER (éds), 1990, DEFENSIVE MEASURES AGAINST HOSTILE TAKEOVERS IN THE COMMON MARKET, Ed. Martinus Nijhoff Publishers/Graham et Trotman, 230 pages.

### 2.3.2. Articles

AGNELLET P., GEOFFROY L. et VIARNAUD J.C., 1989, "OPA : une technique d'avenir", POLITIQUE INDUSTRIELLE, automne, p. 153 à 166.

COMMISSION DES COMMUNAUTES EUROPEENNES, 1989, "Proposition de treizième directive du conseil en matière de droit des sociétés concernant les offres publiques d'achat et d'échange", JOURNAL OFFICIEL DES COMMUNAUTES EUROPEENNES, n° C64, p. 8 à 14.

KABIR R., CANTRIJN D. & JEUNINK A., 1993, "Takeover defences, ownership structure and stock returns", COMMUNICATION AUX JOURNEES INTERNATIONALES DE L'AFFI, Juillet 1993.

LIUVILLE J., 1991, "Les entreprises allemandes sont-elles à l'abri des acquisitions hostiles ?", CAHIERS DU CESAG - Université Robert Schuman - Strasbourg, n° 1.

PETITPIERRE-SAUVAIN A., 1991, "L'égalité des actionnaires dans l'offre publique d'achat", REVUE DE DROIT DES AFFAIRES INTERNATIONALES, n° 5, p. 645 à 657.

PEZARD A., 1990, "La nouvelle réglementation des offres publiques d'achat", REVUE BANQUE, n° 507, p. 675 à 683.

RAFFOURNIER B., 1989, "OPA : la réglementation à la poursuite de la pratique", REVUE FRANCAISE DE GESTION, septembre-octobre, p. 105 à 112.

VIANDIER A., 1987, "Les défenses anti-OPA aux Etats-Unis", REVUE BANQUE, n° 469, p. 168 à 171.

WYMEERSCH E., 1991, "L'offre publique d'achat obligatoire", REVUE DE DROIT DES AFFAIRES INTERNATIONALES, n° 5, p. 625 à 643.



## 2.4. LES MOTIFS ET L'EFFICACITE DES OPA

### 2.4.1. La perception des motifs et de l'efficacité des OPA

#### 2.4.1.1. Ouvrages

AUERBACH A.J. et REISHUS D., 1988, "*the effects of taxation on the merger decision*", in CORPORATE TAKEOVERS : CAUSES AND CONSEQUENCES sous la direction de A.J. AUERBACH, National Bureau of Economic Research, the University of Chicago Press, p. 157 à 190.

HUSSON B., 1987, LA PRISE DE CONTROLE D'ENTREPRISES, Presses Universitaires de France, 240 pages.

RUMELT R.P., 1974, STRUCTURE, STRATEGY AND ECONOMIC PERFORMANCE, Harvard University Press.

#### 2.4.1.2. Articles

BATTEAU P., 1980, "*Approches formelles du problème du contrôle des firmes et sociétés par actions*", REVUE DE L'AFFI, n° 1, vol. 1, p. 1 à 26.

BATTEAU P., 1989, "*Concentrations, restructurations, OPA, ...*", CAHIERS DE RECHERCHE - IAE AIX-MARSEILLE, n° 367, 24 pages.

EYNAUDI C., 1991, "*Les offres publiques d'achat et d'échange sur le marché financier français*", REVUE D'ECONOMIE INDUSTRIELLE, n° 58, p. 86 à 106.

FRANCK G., 1989, "*OPA : le facteur humain est décisif*", REVUE FRANCAISE DE GESTION, septembre-octobre, p. 98 à 104.

FRUHAN W.E. Jr, 1988, "*Corporate raiders : hedd em off at value gap*", HARVARD BUSINESS REVIEW, july-august, p. 63 à 68.

GROSSMAN S.J. et HART O.D., 1989, "*Takeovers bids, the free rider problem and the theory of the corporation*", THE BELL JOURNAL OF ECONOMICS, vol. 1, printemps, p. 42 à 64.

HAYES R.H., 1979, "*The human side of acquisitions*", MANAGEMENT REVIEW, november, p. 41 à 46.

HIRSHLEIFER D. et TITMAN S., 1990, "*Share tendering strategies and the succes of hostile takeover bids*", JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY, vol. 98, n° 2, p. 295 à 324.

HUNT J.W., 1990, "*Changing pattern of acquisition behaviour in takeovers and the consequences for acquisition proces*", STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL, vol. 11, p. 69 à 77.

HURSIN P. & PROST A., 1992, "*Mesure du degré de contrôle du capital des sociétés et prise de contrôle lors des offres publiques d'achat : le cas français*", CAHIERS DE RECHERCHE EN GESTION DES ENTREPRISES, Université de Rennes, n° 33, mars, 21 pages.

JENSEN M.C., 1988, "*Takeovers : their causes and consequences*", JOURNAL OF ECONOMIC PERSPECTIVES, vol. 2, n° 1, p. 21 à 48.

- KRIFA H.**, 1990, "*Caractéristiques et logiques des OPA en France*", REVUE D'ECONOMIE INDUSTRIELLE, n° 53, p. 37 à 53.
- KYLE A.S. et VILA J.L.**, 1991, "*Noise trading and takeovers*", RAND JOURNAL OF ECONOMICS, vol. 22, n° 1, p. 54 à 71.
- LACKER J.M. & WEINBERG J.M.**, 1990, "*Takeovers and stock price volatility*", ECONOMIC REVIEW-FEDERAL RESERVE BANK OF RICHMOND, march-avril, p. 29 à 44.
- NUSSEMBAUM M.**, 1989, "*Prises de contrôle, fusions, acquisitions*", ENCYCLOPEDIE DE GESTION, Economica, p. 2245 à 2270.
- PAINE F.T. & POWER D.J.**, 1984, "*Merger strategy : an examination of drucker's five rule for successful acquisitions*", STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL, vol. 13, n° 2, p. 5 à 17.
- PASQUERO J.**, 1989, "*Fusions et acquisitions : principes d'analyse éthique*", REVUE FRANCAISE DE GESTION, juin-juillet-août, p. 97 à 108.
- POWERS I.Y.**, 1987, "*A game theorie model of corporate takeovers by major stockholders*", MANAGEMENT SCIENCE, vol. 33, n° 4, p. 467 à 483.
- RAIMBOURG P.**, 1989, "*Asymétrie d'information, théorie de l'agence et gestion de l'entreprise*", ENCYCLOPEDIE DE GESTION, Economica, p. 181 à 192.
- ROLL R.**, 1986, "*the hubris hypotheses of corporate takeovers*", JOURNAL OF BUSINESS, vol. 59, n° 2, p. 197 à 216.
- SERPA R.**, 1988, "*The alter overlooked ethical aspect of mergers*", JOURNAL OF BUSINESS ETHICS, vol. 7, p. 359 à 362.
- SHLEIFER A. et SUMMERS L.H.**, 1988, "*Breach of trust in hostile takeovers*", in CORPORATE TAKEOVERS : CAUSES AND CONSEQUENCES, sous la direction de A.J. AUERBACH, National Bureau of Economic Research, the University of Chicago Press, p. 33 à 64.
- SHLEIFER A. & VISHNY R.W.**, 1989, "*Management entrenchment : the case of manger-specific investments*", JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, vol. 25, p. 123 à 139.
- VARAIYA N.P. et FERRIS K.R.**, 1987, "*Overpaying incorporate takeovers : the winner's curse*", FINANCIAL ANALYSIS JOURNAL, mai-juin, p. 64 à 70.

## **2.4.2. Les recherches empiriques sur les motifs et l'efficacité des OPA**

### **2.4.2.1. Ouvrages**

**GRAND B.**, 1990, LES PRISES DE CONTROLE HOSTILES DES SOCIETES COTEES, Thèse pour le Doctorat ès-Sciences de Gestion, Lille, Université de Droit et Santé, LILLE II.

### **2.4.2.2. Articles**

**AMIT R. et LIVNAT J.**, 1988, "*Diversification stratégies, business cycles and economic performance*", STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL, vol. 9, n° 2, p. 99 à 110.

**AMIT R. et LIVNAT J.**, 1989, "*Efficient corporate diversification : methods and implications*", *MANAGEMENT SCIENCE*, vol. 35, n° 7, p. 879 à 897.

**AMRI J. & NUSSEMBAUM M.**, 1993, "*L'évaluation des effets des offres publiques d'achat sur la richesse des actionnaires*", *COMMUNICATION AUX JOURNEES INTERNATIONALES DE L'AFFI*, Juillet 1993.

**BALTAGI B.H. et GRIFFIN J.M.**, 1989, "*Alternative models of managerial behavior : empirical tests for the petroleum industry*", *REVIEW OF ECONOMICS AND STATISTICS*, p. 579 à 585.

**BANNISTER J.W. & RIAHI-BELKAOUI A.**, 1992, "*Cash flow, earnings and corporate control*", *MANAGERIAL FINANCE*, vol. 18, n° 5, p. 14 à 30.

**BARADWAJ B.G., FRASER D.R. et FURTADO P.H.**, 1990, "*Hostile bank takeover offers*", *JOURNAL OF BANKING AND FINANCE*, vol. 14, p. 1229 à 1242.

**BARNES P.**, 1990, "*the prediction of takeover targets in the U.K. by means of multiple discriminant analysis*", *JOURNAL OF BUSINESS FINANCE AND ACCOUNTING*, vol. 17, Spring, p. 73 à 85.

**BARTLEY J.W. et BOARDMAN C.M.**, 1986, "*Replacement-cost-adjusted valuation ratio as a discrimination among takeover target and nontarget firms*", *JOURNAL OF ECONOMICS AND BUSINESS*, n° 38, p. 41 à 55.

**BARTLEY J.W. et BOARDMAN C.M.**, 1990, "*The relevance of inflation adjusted accounting data to the prediction of corporate takeovers*", *JOURNAL OF BUSINESS FINANCE AND ACCOUNTING*, vol. 17, spring, p. 53 à 71.

**BELKAOUI A.**, 1978, "*Financial ratios as predictors of Canadian takeovers*", *JOURNAL OF BUSINESS FINANCE AND ACCOUNTING*, vol. 5, p. 93 à 107.

**BERTIN W.J., GHAZANFARI F. & TORABZADEH K.M.**, 1989, "*Failed bank acquisitions and successful bidder's returns*", *FINANCIAL MANAGEMENT*, Summer, p. 93 à 100.

**BHAGAT S., SHLEIFER A. et VISHNY R.W.**, 1990, "*Hostile takeovers in the 1980s : the return to corporate specialization*", *BROOKINGS PAPERS ON ECONOMIC ACTIVITY : MICROECONOMICS*, p. 1 à 84.

**BOWERS H.M. et MILLER R.E.**, 1990, "*Choice on investment banker and shareholders' wealth of firms involved in acquisitions*", *FINANCIAL MANAGEMENT*, vol. 19, n° 4, p. 34 à 44.

**BROWN C. et MEDOFF J.L.**, 1988, "*the impact of firm acquisitions on Labor*", in *CORPORATE TAKEOVERS : CAUSES AND CONSEQUENCES* sous la direction de A.J. AUERBACH, National Bureau of Economic Research, The University of Chicago Press, p. 9 à 32.

**CANNELLA A.A. Jr & HAMBRICK D.C.**, 1993, "*Effects of executive departing on the performance of acquired firms*", *STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL*, vol. 14, summer, p.137 à 152.

**CHAPMAN D.R. et JUNOR C.W.**, 1987, "*Inflation, firm control type and vulnerability to takeover*", *OXFORD ECONOMIC PAPERS*, vol. 39, p. 500 à 515.

**CHARLETY-LEPERS P. et SASSENOU N.**, 1992, "*Wealth effects of tender offers : the french case*", *COMMUNICATION AUX JOURNEES INTERNATIONALES DE L'AFFI*, Juillet 1992.

- CHATERJEE S.**, 1992, "*Sources of value in takeovers : synergy or restructuring - implications for target and bidder firms*", STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL, vol. 13, p. 267 à 286.
- CHATERJEE S. et LUTBAKIN M.**, 1990, "*Corporate mergers, Stockholder diversification and changes in systematic risk*", STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL, vol. 11, p. 255 à 268.
- CHATERJEE S., LUTBAKIN M.H., SCHWEIGER D.M. et WEBER Y.**, 1992, "*Cultural differences and shareholder value in related mergers : linking equity and human capital*", STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL, vol. 13, p. 339 à 334.
- CHATERJEE S. et WENERFELT B.**, 1991, "*the link between resources and type of diversification : theory and evidence*", STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL, vol. 12, p. 33 à 48.
- CHENG D.C., GUP B.E. et WALL L.D.**, 1989, "*Financial determinants of bank takeovers*", JOURNAL OF MONEY, CREDIT AND BANKING, vol. 21, n° 4, p. 524 à 537.
- COSH A.D., HUGUES A., LEE K. et SINGH A.**, 1989, "*Institutional investment, mergers and the market for corporate control*", INTERNATIONAL JOURNAL OF INDUSTRIAL ORGANIZATION, vol. 7, p. 73 à 100.
- DATTA D.K.**, 1991, "*Organizational fit and acquisition performance : effects of post acquisition integration*", STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL, vol. 12, p. 281 à 297.
- DATTA D.K., PINCHES G.E. et NARAYANAN V.K.**, 1992, "*Factors influencing wealth creation from mergers and acquisitions : a meta-analysis*", STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL, vol. 13, p. 67 à 84.
- DAVIDSON I.R.**, 1985, "*Takeovers : partitioning of gain and pareto improvment in a rational market with asyetric information*", JOURNAL OF BUSINESS FINANCE AND ACCOUNTING, vol. 12, autumn, p. 373 à 385.
- DIETRICH J.K. et SORENSEN E.**, 1984, "*An application of Logit analysis to prediction of merger targets*", JOURNAL OF BUSINESS RESEARCH, vol. 12, p. 393 à 402.
- DUMONTIER P., BRUNET J.M. et SOUTON M.**, 1989, "*Les caractéristiques financières des sociétés françaises acquises par offre publique*", CERAG, papier de recherche n° 89-01, 19 pages.
- EDDEY P.H.**, 1991, "*Corporate raiders and takeover targets*", JOURNAL OF BUSINESS FINANCE AND ACCOUNTING, vol. 18, Janvier, p. 151 à 171.
- FIRTH M.**, 1979, "*The profitability of takeovers and mergers*", THE ECONOMIC JOURNAL, n°89, p. 316 à 328.
- FOWLER K.L. et SCHMIDT D.R.**, 1989, "*Determinants of tender offer post acquisition financial performance*", STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL, vol. 10, p. 339 à 350.
- FRANKS J.R. et HARRIS R.S.**, 1989, "*Shareholder wealth effects of corporate takeovers : the U.K. expérience 1955-1985*", JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, vol. 23, p. 225 à 249.
- GALLINGER G.W.**, 1982, "*Corporate vulnerability to cash tender offers*", STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL, vol. 3, p. 179 à 196.
- GRAND B.**, 1991, "*LES OPA HOSTILES EN FRANCE*", REVUE FRANCAISE DE GESTION, Janvier-Février, p. 5 à 20.

**GUILLOU M. et GROLIER J.**, 1976, "*Les caractéristiques financières des sociétés engagées dans les OPA : un essai méthodologique*", REVUE DE SCIENCE FINANCIERE, vol. 68, n°3-4, p.943 à 967.

**HANSON R.C.**, 1992, "*Tenders offers and free cash flow : an empirical analysis*", THE FINANCIAL REVIEW, vol. 27, n° 2, p. 185 à 209.

**HARRIS R.S., STEWART J.F., GUILKEY D.K. et CARLETON W.T.**, 1982, "*Characteristics of acquired firms : fixed and random coefficients probit analyses*", SOUTHERN ECONOMIC JOURNAL, Juillet, p. 164 à 184.

**HARRIS R.S. et RAVENSCRAFT**, 1991, "*The role of acquisitions in foreign direct investment : evidence from the U.S. Stock market*", JOURNAL OF FINANCE, vol. 46, n° 3, p. 825 à 844.

**HASBROUCK J.**, 1985, "*the characteristics of takeover targets*", JOURNAL OF BANKING AND FINANCE, n° 9, p. 351 à 362.

**HILL C.W. et HANSEN G.S.**, 1991, "*A longitudinal study of the cause and consequences of changes in diversification in the U.S. pharmaceutical industry 1977-1986*", STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL, vol. 12, p. 187 à 199.

**HOPKINS D.H.**, 1987 A, "*Acquisition strategy and the market position of acquiring firms*", STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL, vol. 8, p. 535 à 547.

**HOPKINS D.H.**, 1987 B, "*Long term acquisition strategies in the U.S. Economy*", JOURNAL OF MANAGEMENT, n° 13, n° 3, p. 557 à 572.

**HUSSON B.**, 1987, "*the wealth effect of corporate takeovers : an empirical investigation of a french sample of cash tender offers, exchange tender offers and controlling block trades*", LES CAHIERS DE RECHERCHE DU CENTRE HEC-ISA, n° 301/1987, 40 pages.

**JARRELL G.A. ET POULSEN A.B.**, 1989, "*the returns to acquiring firms in tender offers : evidence from three decades*", FINANCIAL MANAGEMENT, vol. 18, p. 327 à 338.

**KAPLAN S.N. et WEISBACH M.S.**, 1992, "*the success of acquisitions : evidence from divestitures*", JOURNAL OF FINANCE, vol. 67, n° 1, p. 107 à 138.

**KUMAR M.S.**, 1985, "*Growth, acquisition activity and firm size : evidence from the United Kingdom*", THE JOURNAL OF INDUSTRIAL ECONOMICS, vol. 33, march, p. 327 à 338.

**KUSEWITT J.B. Jr**, 1985, "*An exploratory study of strategic acquisition factors relating to performance*", STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL, vol. 6, p. 151 à 169.

**LANG L., STULZ R.M. et WALKLING R.A.**, 1991, "*A test of the free cash flow hypotheses : the case of bidder returns*", Journées Internationales de Finance de l'AFFI, Louvain-La Neuve, Juillet, 36 pages.

**LE CORVELLER B.**, 1992, "*La prédiction de l'opéabilité et la détection des cibles potentielles d'OPA et d'OPE : une analyse empirique*", CAHIERS DE RECHERCHES EN GESTION DES ENTREPRISES, UNIVERSITE DE RENNES, n° 33, mars, 57 pages.

**LICHTENBERG F.R. et SIEGEL D.**, 1990, "*the effect of ownership changes on the employment and wages of central office and other personnel*", JOURNAL OF LAW AND ECONOMICS, vol. 33, p. 383 à 408.

- LIMMACK R.J.**, 1991, "*Corporate mergers and shareholders wealth effects : 1977-1986*", ACCOUNTING AND BUSINESS RESEARCH, vol. 21, n° 83, p. 239 à 251.
- LODERER C. et MARTIN K.**, 1990, "*Corporate acquisitions by listed firms : the experience of a comprehensive sample*", FINANCIAL MANAGEMENT, vol. 19, n° 4, p. 17 à 33.
- LUTBAKIN M. et CHATERJEE S.**, 1991, "*the strategy-shareholder value relationship : testing temporal stability accross market cycles*", STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL, vol. 12, p. 251 à 270.
- MANDELKER G.**, 1974, "*Risk and return : the case of merging firms*", JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, vol. 1, p. 303 à 335.
- MARTIN K.J. et Mc CONNEL J.J.**, 1991, "*Corporate performance, corporate takeovers, and management turnover*", JOURNAL OF FINANCE, vol. XLVI, n° 2, p. 671 à 687.
- MASSE I., HANRAHAN R. et KUSHNER J.**, 1990, "*the effect of the method of payment on stock returns in canadian tender offers and mergers proposals for both target and bidding firms*", QUARTERLY JOURNAL OF BUSINESS AND ECONOMICS, p. 102 à 125.
- MICHEL A. et SHAKED I.**, 1988, "*Corporate takeovers : excess returns and the multiple bidding phenomena*", JOURNAL OF BUSINESS FINANCE AND ACCOUNTING, vol. 15, n° 2, p. 263 à 273.
- MIKKELSON W.H. et PARTCH M.M.**, 1989, "*Managers voting rights and corporate control*", JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, vol. 25, p. 263 à 290.
- MITCHELL M.L. et LEHN K.**, 1990, "*Do bad bidders become good targets*", JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY, vol. 98, n° 21, p. 372 à 398.
- MONTGOMERY C.A. et SINGH H.**, 1987, "*Corporate acquisitions strategies and economic performance*", STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL, vol. 8, p. 337 à 386.
- MØRCK R., SHLEIFER A. et VISHNY R.W.**, 1988, "*characteristics of targets of hostile and friendly takeovers*", in CORPORATE TAKEOVERS : CAUSES AND CONSEQUENCES sous la direction de A.S. AUERBACH, National Bureau of Economic Research, the University of Chicago Press, p. 101 à 136.
- MØRCK R., SHLEIFER A. et VISHNY R.W.**, 1989, "*Alternative mecanismes for corporate control*", AMERICAN ECONOMIC REVIEW, vol. 79, n° 4, p. 842 à 852.
- NEELY W.P.**, 1987, "*Banking acquisitions : acquirer and target shareholder returns*", FINANCIAL MANAGEMENT, winter, p. 66 à 74.
- NIELSEN J.F. et MELICHER R.W.**, 1973, "*A financial analysis of acquisition and merger premiums*", JOURNAL OF FINANCIAL AND QUANTITATIVE ANALYSIS, mars, p. 139 à 148.
- PALEPU K.G.**, 1986, "*Predicting takeover targets*", JOURNAL OF ACCOUNTING AND ECONOMICS, vol. 8, p. 3 à 35.
- PETTWAY R.H. & TRIFTS J.W.**, 1985, "*Do banks overbid when acquiring failed banks ?*", FINANCIAL MANAGEMENT, Summer, p. 5 à 15.
- RAFFOURNIER B.**, 1985, "*Les conséquences d'une offre publique d'achat ou d'échange sur la valeur de l'action visée*", CERAG, Papier de recherche n° 85-15, 31 pages.

- RAVENSCHRAFT D.J. et SCHERER F.M.**, 1987, "*Life after takeover*", THE JOURNAL OF INDUSTRIAL ECONOMICS, vol. 36, n° 2, p. 147 à 156.
- REGE U.P.**, 1984, "*Accounting ratios to locate takeover targets*", JOURNAL OF BUSINESS FINANCE AND ACCOUNTING, vol. 4, autumn, p. 301 à 311.
- ROSETT J.G.**, 1990, "*Do union wealth concessions explain takeover premiums ?*", JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, vol. 27, p. 263 à 282.
- RUBACK R.S.**, 1988, "*Do target shareholders lose in Unsuccessful control contests ?*", in CORPORATE TAKEOVERS : CAUSES AND CONSEQUENCES sous la direction de A.J. AUERBACH, National Bureau of Economic Research, the University of Chicago Press, p. 137 à 156.
- RUMELT R.P.**, 1982, "*Diversification strategy and profitability*", STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL, vol. 3, p. 359 à 369.
- SCANLON K.P., TRIFTS J.W. et PETTWAY R.H.**, 1989, "*Impact of relative size and industrial relatedness on returns to share holders of acquiring firms*", THE JOURNAL OF FINANCIAL RESEARCH, vol. 12, n° 2, p. 103 à 112.
- SCHNEIDER J.C. et DUNBAR R.L.M.**, 1987, "*Takeover attempts : what does the language tell us*", CAHIERS DE RECHERCHES INSEAD, n° 87/16, 31 pages.
- SERVAES H.**, 1991, "*Tobin's q and gains from takeovers*", THE JOURNAL OF FINANCE, vol. 66, n° 1, p. 409 à 419.
- SETH A.**, 1990, "*Value creation in acquisitions : a reexamination of performance issues*", STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL, vol. 11, p. 99 à 115.
- SHELTON L.M.**, 1988, "*Strategic business fits and corporate acquisition : empirical evidence*", STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL, vol. 9, p. 279 à 287.
- SHLEIFER A. et VISHNY R.W.**, 1986, "*Large shareholders and corporate control*", JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY, vol. 94, n° 3, p. 461 à 488.
- SIMKOWITZ M. et MONROE R.S.**, 1971, "*A discriminant analysis function for conglomerate mergers*", SOUTHERN JOURNAL OF BUSINESS, november, p. 1 à 16.
- SINGH A.**, 1975, "*Takeovers, economic natural selection and the theory of the firm : evidence from the postwar United Kingdom experience*", THE ECONOMIC JOURNAL, vol. 85, p. 497 à 515.
- STEVENS D.L.**, 1973, "*Financial Characteristics of merged firms : a multivariate analysis*", JOURNAL OF FINANCIAL AND QUANTITATIVE ANALYSIS, march, p. 149 à 158.
- STULTZ R.M., WALKLING R.A. et SONG M.H.**, 1990, "*the distribution of target ownership and the division of gains in successful takeovers*", THE JOURNAL OF FINANCE, vol. 65, n° 3, p. 817 à 833.
- SUDARSANAM S., HOLL P. & SALAMI A.**, 1993, "*Shareholder wealth gains in mergers: and empirical test of the synergy and agency effects*", COMMUNICATION AUX JOURNEES INTERNATIONALES DE L'AFFI, juillet 1993.
- TRIFTS J.W.**, 1991, "*Corporate takeovers bids, methods of payment and the effects of leverage*", QUARTERLY JOURNAL OF BUSINESS AND ECONOMICS, p. 33 à 47.
- TZOANNOS J. et SAMUELS J.M.**, 1972, "*Mergers and takeovers : the financial characteristics of companies involved*", JOURNAL OF BUSINESS FINANCE, vol. 4, n° 3, p. 5 à 16.

**WALKLING R.A.**, 1985, "*Predicting tender offer success : a logistic analysis*", JOURNAL OF FINANCIAL AND QUANTITATIVE ANALYSTS, vol. 20, n° 4, p. 461 à 478.

**WALSH J.P.**, 1988, "*Top management turnover following mergers and acquisitions*", STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL, vol. 9, p. 173 à 183.

**WALSH J.P.**, 1989, "*Doing a deal : merger and acquisition negotiations and their impact upon target company top management turnover*", STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL, vol. 10, p. 307 à 322.

**WALSH J.P. et ELLWOOD J.W.**, 1991, "*Mergers, acquisitions and the pruning of managerial deadwood*", STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL, vol.12, p.201 à 217.

**WANSLEY J.P. et LANE W.R.**, 1983, "*A financial profile of merged firms*", REVIEW OF BUSINESS AND ECONOMIC RESEARCH, p. 87 à 98.

## **2.5. Les recensions sur les OPA**

### **2.5.1. Ouvrages**

**WESTON J.F., CHUNG K.S. et HOAG S.E.**, 1990, MERGERS RESTRUCTURING AND CORPORATE CONTROL, Prentice Hall, 762 pages.

### **2.5.2. Articles**

**CAVES R.E.**, 1989, "*Mergers, takeovers, and economic efficiency*", INTERNATIONAL JOURNAL OF INDUSTRIAL ORGANIZATION, n° 7, p. 151 à 174.

**CHARLETY-LEPERS P.**, 1990, "*Les offres publiques d'achat et d'échange : une synthèse de la littérature*", REVUE ECONOMIQUE, vol. 41, n° 5, p. 869 à 893.

**COURET A., HIRIGOYEN G. et CABY J**, 1992, les OPA, Presses Univesitaires de France, Que Sais-je ?, n° 2679, 126 pages.

**EYNAUDI C.**, 1989, "*Fusions et acquisitions d'entreprises*", REVUE D'ECONOMIE INDUSTRIELLE, n° 48, p. 92 à 103.

**HUSSON B.**, 1989, "*La théorie à l'épreuve des faits*", REVUE FRANCAISE DE GESTION, septembre-octobre, p. 84 à 97.

**HYAFIL A.**, 1991, "*The logic of corporate acquisitions*", CAHIERS DE RECHERCHE HEC, n° 423, 120 pages.

**JENSEN M.C. et RUBACK R.S.**, 1983, "*the market for corporate control*", JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, vol. 11, p. 5 à 50.

**LUTBAKIN M.**, 1983, "*Mergers and the performance of the acquiring firms*", ACADEMY OF MANAGEMENT REVIEW.



**RAMANUJAN V. & VARADARAJAN P.**, 1989, "*Research on corporate diversification : a synthesis*", STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL, vol. 10, p. 523 à 551.

**SCHERER F.M.**, 1988, "*Corporate takeovers : the efficiency arguments*", JOURNAL OF ECONOMIC PERSPECTIVES, vol. 2, n° 1, p. 69 à 82.

**VOGLER E.**, 1992, "*Diversification interne des entreprises de services aux entreprises et performance : une revue de la littérature*", IRE-ESC LYON, n° 9237 MSE, 87 pages.

### **3. LA METHODOLOGIE DE RECHERCHE**

#### **3.1. Epistémologie et problématique de la recherche**

##### **3.1.1. Ouvrages**

**ALBOU P.**, 1976, BESOINS ET MOTIVATIONS ECONOMIQUES, Presses Universitaires de France, 194 pages.

**ANASTASSOPOULOUS J.P., BLANC G., NIOCHE J.P. & RAMANANTSOA B.**, 1985, POUR UNE NOUVELLE POLITIQUE D'ENTREPRISE, Presses Universitaire de France.

**BIENAYME A.**, 1992, LE CAPITALISME ADULTE, Presses Universitaires de France, 356 pages.

**BOUCHIKI H.**, 1990, STRUCTURATION DES ORGANISATIONS, Economica, 149 pages.

**CHARRETON R. & BOURDAIRE J.M.**, 1985, LA DECISION ECONOMIQUE, Presses Universitaires de France, Que Sais-je ?, n° 2235, 128 pages.

**KOENIG G.**, 1990, MANAGEMENT STRATEGIQUE : VISION, MANŒUVRES ET TACTIQUES, Ed. Nathan, 400 pages.

**LEMOIGNE J.L.**, 1990, LA MODELISATION DES SYSTEMES COMPLEXES, Dunod, 178 pages.

**MARCH J.G.**, 1991, DECISIONS ET ORGANISATIONS, Les Editions d'Organisation, p. 231 à 254, traduction d'un article paru dans la revue ACCOUNTING, ORGANIZATION AND SOCIETY, vol. 12, 1987, p. 153 à 168.

**MARCH J.G. & SIMON H.A.**, 1991, LES ORGANISATIONS, Ed. Dunod, 2ème édition, 254 pages.

**MARTINET A.C.**, 1984, MANAGEMENT STRATEGIQUE : ORGANISATION ET POLITIQUE, Mc Graw-Will, 118 pages.

**MINTZBERG H.**, 1986, LE POUVOIR DANS LES ORGANISATIONS, Ed. d'Organisation/Ed. Agence d'Arc, 679 pages.

**MORIN E.**, 1990, INTRODUCTION A LA PENSEE COMPLEXE, ESF, 158 pages.

**NORDON D.**, 1990, L'INTELLECTUEL ET SA CROYANCE, L'harmattan, 188 pages.

**PIAGET J.**, 1988, EPISTEMOLOGIE GENETIQUE, PUF, Que Sais-je ?, n° 1399, 4ème édition.

**QUIVY R. & VAN CAMPENHOUDT L.**, 1988, *MANUEL DE RECHERCHE EN SCIENCES SOCIALES*, Dunod.

**SFEZ L.**, 1988, *LA DECISION*, Presses Universitaires de France, "Que Sais-je ?", n° 2181, 2ème édition, 128 pages.

**SIMON H.A.**, 1983, *ADMINISTRATION ET PROCESSUS DE DECISION*, *Economica*, 321 pages.

**WILLIAMSON O.E.**, 1975, *MARKETS AND HIERARCHIES : Analysis and antitrusts implications*, The free press.

### **3.1.2. Articles**

**BIENAYME A.**, 1976, "Propos sur la concurrence", *REVUE FRANCAISE DE GESTION*, Janvier-Février, p. 82 à 85.

**COASE R.H.**, 1937, "*The nature of the firm*", *Economica*, vol. 4, p. 386-405, version française : "*La nature de la firme*", *REVUE D'ECONOMIE POLITIQUE*, vol. 2, 1987, p. 133 à 156.

**EISENHARDT K.M. & ZBARACKI M.J.**, 1992, "*Strategic decision making*", *STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL*, vol. 13, p. 17 à 37.

**HIRIGOYEN G.**, 1993, "*Nouvelles approches du lien stratégie-finance*", *REVUE FRANCAISE DE GESTION*, Janvier-Février, p. 64 à 74.

**JOFFRE P.**, 1988, "*L'économie des coûts de transaction*", in *DE NOUVELLES THEORIES POUR GERER L'ENTREPRISE*, *Economica*.

**MARTINET A.C.**, 1993-A, "*Stratégie et pensée complexe*", *REVUE FRANCAISE DE GESTION*, mars-avril-mai, p. 64 à 72.

**MARTINET A.C.**, 1993-B, "*Les paradigmes stratégiques : l'éternel retour ?*", *Papier de recherche URA-IAE DE LYON*, n° 28, 15 pages.

**MONTGOMERY C.A., WENERFELT B. & BALAKRISHNAN S.**, 1989, "*Strategy content and the research process : a critique and a commentary*", *STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL*, vol. 10, p. 189 à 197.

**MONTGOMERY C.A., WENERFELT B. & BALAKRISHNAN S.**, 1991, "*Strategy and the research process, a reply*", *STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL*, vol. 12, p. 83 à 84.

**MOREL C.**, 1992, "*Le mal chronique de la connaissance ordinaire sur l'entreprise*", *GERER ET COMPRENDRE*, septembre, p. 71 à 83.

**SETH A. & ZINKHAN G.**, 1991, "*Strategy and the research process : a comment*", *STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL*, vol. 12, p. 75 à 82.

**THIETART R.A. & FORGUES B.**, 1993, "*La dialectique de l'ordre et du chaos dans les organisations*", *REVUE FRANCAISE DE GESTION*, mars-avril-mai, p. 5 à 15.

## **3.2. Les méthodologies statistiques**

### **3.2.1. Ouvrages**

**ALDRICH J.H. & NELSON F.D.**, 1984, LINEAR PROBABILITY, LOGIT AND PROBIT MODELS, Sage University paper series on Quantitative Applications in the social sciences, n° 45, 95 pages.

**BARDIN L.**, 1991, L'ANALYSE DE CONTENU, PUF, 6ème édition, 291 pages.

**BOUROCHE J.M. et SAPORTA G.**, 1987, L'ANALYSE DES DONNEES, PUF, Que Sais-je?, n° 1854, 3ème édition, 127 pages.

**CALON M. COURTIAL J.P. & PENAN H.**, 1993, LA SCIENTOMETRIE, Presses Universitaires de France, "Que Sais-je ?", n° 2727, 126 pages.

**COLASSE B.**, 1993, GESTION FINANCIERE DE L'ENTREPRISE, Presses Universitaires de France, 3ème édition, 652 pages.

**COTTERET J.M.**, 1973, GOUVERNANTS ET GOUVERNES, PUF.

**COTTERET J.M. et MOREAU R.**, 1969, LE VOCABULAIRE DU GENERAL DE GAULLE, A. Colin.

**COTTERET J.M., EMERI C., GERSTLE J. et MOREAU R.**, 1976, GISCARD D'ESTAING - MITTERRAND : 54 774 MOTS POUR CONVAINCRE, PUF.

**CRAMER J.S.**, 1991, THE LOGIT MODEL, Ed. Edward Arnold, 110 pages.

**FENELON J.P.**, 1981, QU'EST-CE QUE L'ANALYSE DE DONNEES, Ed. Lefonen.

**GHIGLIONE R., BEAUVOIS J.L., CHABROL L. & TROGNON A.**, 1989, MANUEL D'ANALYSE DE CONTENU, Armand Colin.

**JAMBU M.**, 1989, EXPLORATION INFORMATIQUE ET STATISTIQUE DES DONNEES, Dunod, 506 pages.

**LEBART L. et SALEM A.**, 1988, ANALYSE STATISTIQUE DES DONNEES TEXTUELLES, Dunod, 209 pages.

**SAPORTA G.**, 1990, PROBABILITES, ANALYSE DES DONNEES ET STATISTIQUES, Ed. Technip, 493 pages.

**SHUBIK M.**, 1991, THEORIE DES JEUX ET SCIENCES SOCIALES, Economica, 513 pages.

**SILEM A. et MARTINEZ G.**, 1983, INFORMATION DES SALARIES ET STRATEGIES DE COMMUNICATION, Editions d'Organisation.

**VOLLE M.**, 1985, ANALYSE DES DONNEES, Economica, 324 pages.

### 3.2.2. Articles

**BENZECRI J.P.**, 1985, "*Elaboration statistique des données sur ordinateur : application à l'analyse des textes ; contributions attendues à l'étude de la Bible*", LES CAHIERS DE L'ANALYSE DE DONNEES, vol. X, n° 4.

**BENZECRI J.P.**, 1991, "*Typologie des textes grecs d'après les occurrences des formes des mots outils*", LES CAHIERS DE L'ANALYSE DE DONNEES, vol. XVI, n° 1, p. 61 à 86.

**GUERRIEN B.**, 1992, "*Eléments de théorie des jeux*", CAHIERS FRANÇAIS, n° 254, p. 42 à 47.

**HETZEL P. & MARION G.**, 1993, "*Contributions of french semiotics to consumer research*", Papier de Recherche URA-IAE de Lyon, n° 5, 27 pages.

**IGALENS J. & PENAN H.**, 1991, "*La structure des connaissances en gestion des ressources humaines*", COMMUNICATION AU COLLOQUE DES IAE, Clermont-Ferrand, 13 pages.

**JACQUOT T.**, 1991, "*Objet, contenu et logiques d'expression du discours stratégique des dirigeants: une analyse lexicométrique de messages des Présidents*", CAHIERS DE RECHERCHES ERESTRATE, IAE NANCY, n° 5, 56 pages.

**KAST R.**, 1992, "*Théorie des jeux*", ENCYCLOPEDIE DU MANAGEMENT, éd. Vuibert, p. 941 à 950.

**PENAN H.**, 1991, "*L'analyse stratégique du portefeuille technologique*", COMMUNICATION AU COLLOQUE DES IAE, Clermont-Ferrand, 14 pages.

**PINCHES G.E., MINGO K.A. & CARUTHERS J.K.**, 1973, "*The stability of financial patterns in industrial organizations*", JOURNAL OF FINANCE, june, p. 381 à 396.

**REINERT M.**, 1986, "*Un logiciel d'analyse lexicale : Alceste*", LES CAHIERS DE L'ANALYSE DES DONNEES, vol. XI, n° 4, p. 471 à 484.

# INDEX DES TABLEAUX

## Introduction générale

- Tableau n° 1 : Les OPA en France et aux Etats-Unis en nombre d'opérations de 1978 à 1988
- Tableau n° 2 : Les diverses modalités de l'expansion
- Tableau n° 3 : Attaque et défense à l'occasion d'une tentative de prise de contrôle

## Première partie

- Tableau n° 4 : La synthèse de 7 contributions majeures sur la croissance externe française
- Tableau n° 5 : L'évolution annuelle des opérations de croissance externe (1959-1979)
- Tableau n° 6 : L'évolution annuelle des opérations de croissance externe (1980-1988)
- Tableau n° 7 : Marchés, caractéristiques de l'entrant, croissance interne et croissance externe
- Tableau n° 8 : Acquisitions et cycle de vie sectoriel
- Tableau n° 9 : Les OPA en France de 1966 à 1989
- Tableau n° 10 : Les OPA selon la procédure normale en France de 1966 à 1992
- Tableau n° 11 : La comparaison des mouvements des OPA et de la croissance externe (1966-1992)
- Tableau n° 12 : Répartition sectorielle des offres publiques initiées de 1980 à 1989
- Tableau n° 13 : Recensement des arguments favorables ou défavorables aux offres publiques
- Tableau n° 14 : Les recherches empiriques américaines sur les motivations des offres publiques
- Tableau n° 15 : Les recherches empiriques anglaises sur les motivations des offres publiques

Tableau n° 16	:	Les recherches empiriques canadiennes sur les motivations des offres publiques
Tableau n° 17	:	Les recherches empiriques australiennes sur les motivations des offres publiques
Tableau n° 18	:	Les recherches empiriques françaises sur les motivations des offres publiques
Tableau n° 19	:	Les études empiriques consacrées à la performance des offres publiques dans l'absolu
Tableau n° 20	:	Les études empiriques consacrées à une mesure de l'efficacité contingentée
Tableau n° 21	:	Les études empiriques consacrées à la performance des offres publiques selon leurs motivations
Tableau n° 22	:	Les études empiriques consacrées à la liaison entre les performances des offres publiques et leurs stratégies

## **Deuxième partie**

Tableau n° 23	:	Les hypothèses de la recherche
Tableau n° 24	:	La composition annuelle de l'échantillon par rapport à la population totale (motivations explicites)
Tableau n° 25	:	La composition annuelle de l'échantillon des entreprises initiatrices par rapport à la population totale (1970-1982)
Tableau n° 26	:	La composition annuelle de l'échantillon des entreprises initiatrices par rapport à la population totale (1987-1990)
Tableau n° 27	:	La composition annuelle de l'échantillon des entreprises cibles par rapport à la population totale (1970-1985)
Tableau n° 28	:	La composition annuelle de l'échantillon des entreprises cibles par rapport à la population totale (1987-1990)
Tableau n° 29	:	La composition de l'échantillon d'entreprises initiatrices de 1987 à 1990 et des entreprises témoins correspondantes
Tableau n° 30	:	La composition de l'échantillon d'entreprises cibles de 1987 à 1990 et des entreprises témoins correspondantes
Tableau n° 31	:	La composition annuelle de l'échantillon (post-OPA) des entreprises initiatrices (1970-1980) par rapport à la population totale
Tableau n° 32	:	La composition annuelle de l'échantillon (post-OPA) des entreprises cibles (1970-1985) par rapport à la population totale

Tableau n° 33	:	La méthodologie de retraitement d'un texte illustré par l'offre de GRAND METROPOLITAN sur MARTELL en 1988
Tableau n° 34	:	La description statistique des textes et la liste des 123 formes sélectionnées
Tableau n° 35	:	Le choix de la régression LOGIT
Tableau n° 36	:	Le schéma général de la recherche

### **Troisième partie**

Tableau n° 37	:	Le processus méthodologique d'analyse des motivations explicites
Tableau n° 38	:	Les valeurs propres de l'A.F.C. n° 1
Tableau n° 39	:	Les formes caractéristiques de l'axe n° 1 (A.F.C. n° 1)
Tableau n° 40	:	Les formes caractéristiques de l'axe n° 2 (A.F.C. n° 1)
Tableau n° 41	:	Les formes caractéristiques de l'axe n° 3 (A.F.C. n° 1)
Tableau n° 42	:	Les valeurs propres de l'A.F.C. n° 2
Tableau n° 43	:	Les formes caractéristiques de l'axe n° 1 (A.F.C. n° 2)
Tableau n° 44	:	Les formes caractéristiques de l'axe n° 2 (A.F.C. n° 2)
Tableau n° 45	:	Les formes caractéristiques de l'axe n° 3 (A.F.C. n° 2)
Tableau n° 46	:	Les formes/mots significatifs - classe 1
Tableau n° 47	:	Les formes/mots significatifs - classe 2
Tableau n° 48	:	Les formes/mots significatifs - classe 3
Tableau n° 49	:	Les formes/mots significatifs - classe 4
Tableau n° 50	:	Les formes/mots significatifs - classe 5
Tableau n° 51	:	Les formes/mots significatifs - classe 6
Tableau n° 52	:	La comparaison de l'A.F.C. n° 1 et de la partition sur l'axe n° 1
Tableau n° 53	:	La comparaison de l'A.F.C. n° 1 et de la partition sur l'axe n° 2
Tableau n° 54	:	La comparaison de l'A.F.C. n° 1 et de la partition sur l'axe n° 3
Tableau n° 55	:	Les valeurs propres de l'A.C.M.
Tableau n° 56	:	Le processus méthodologique d'analyse des motivations et raisons implicites

Tableau n° 57	:	Les tests de comparaison des indicateurs de premier ordre pour les entreprises initiatrices (1970-1985)
Tableau n° 58	:	Les tests de comparaison des indicateurs de premier ordre par rapport aux indicateurs de second ordre pour les entreprises initiatrices (1970-1985)
Tableau n° 59	:	Les résultats de l'analyse univariée statique (entreprises initiatrices, 1987-1990)
Tableau n° 60	:	Les régressions LOGIT des motivations générales 1987-1990 un an avant l'opération
Tableau n° 61	:	Les tests de comparaison des indicateurs de premier ordre par rapport aux indicateurs de second ordre pour les entreprises initiatrices (1987-1990)
Tableau n° 62	:	Les résultats de l'analyse univariée dynamique (entreprises initiatrices, 1987-1990)
Tableau n° 63	:	La régression LOGIT des motivations générales 1987-1990 de n-3 à n-1
Tableau n° 64	:	Les régressions LOGIT des motivations générales 1987-1990 de n-2 à n-1
Tableau n° 65	:	L'inertie expliquée par les axes de l'ACP (Motivations spécifiques 1970-1985)
Tableau n° 66	:	Les variables caractéristiques de l'axe n° 1 (Motivations spécifiques 1970-1985)
Tableau n° 67	:	Les variables caractéristiques de l'axe n° 2 (Motivations spécifiques 1970-1985)
Tableau n° 68	:	Les variables caractéristiques de l'axe n° 3 (Motivations spécifiques 1970-1985)
Tableau n° 69	:	Les variables caractéristiques de l'axe n° 1 (Motivations spécifiques 1970-1985)
Tableau n° 70	:	Les variables caractéristiques de la classe n° 2 (Motivations spécifiques 1970-1985)
Tableau n° 71	:	Les variables caractéristiques de la classe n° 2 (Motivations spécifiques 1970-1985)
Tableau n° 72	:	L'inertie expliquée par les axes de l'ACP (Motivations spécifiques 1987-1990)
Tableau n° 73	:	Les variables caractéristiques de l'axe n° 1 (Motivations spécifiques 1987-1990)
Tableau n° 74	:	Les variables caractéristiques de l'axe n° 2 (Motivations spécifiques 1987-1990)



Tableau n° 75	:	Les variables caractéristiques de l'axe n° 3 (Motivations spécifiques 1987-1990)
Tableau n° 76	:	Les variables caractéristiques de la classe n° 1 (Motivations spécifiques 1987-1990)
Tableau n° 77	:	Les variables caractéristiques de la classe n° 2 (Motivations spécifiques 1987-1990)
Tableau n° 78	:	Les variables caractéristiques de la classe n° 3 (Motivations spécifiques 1987-1990)
Tableau n° 79	:	Les variables caractéristiques de la classe n° 4 (Motivations spécifiques 1987-1990)
Tableau n° 80	:	Les tests de comparaison des indicateurs de premier ordre pour les entreprises cibles (1970-1985)
Tableau n° 81	:	Les tests de comparaison des indicateurs de premier ordre par rapport aux indicateurs de second ordre pour les entreprises cibles (1970-1985)
Tableau n° 82	:	Les résultats de l'analyse univariée statique (raisons générales 1987-1990)
Tableau n° 83	:	Les régressions LOGIT des raisons générales (1987-1990) trois ans avant l'opération
Tableau n° 84	:	Les régressions LOGIT des raisons générales (1987-1990) deux ans avant l'opération
Tableau n° 85	:	Les régressions LOGIT des raisons générales (1987-1990) un an avant l'opération
Tableau n° 86	:	Les tests de comparaison des indicateurs de premier ordre par rapport aux indicateurs de second ordre pour les entreprises cibles (1987-1990)
Tableau n° 87	:	Les résultats de l'analyse univariée dynamique (entreprises cibles, 1987-1990)
Tableau n° 88	:	La régression LOGIT des raisons générales (1987-1990) de n-3 à n-1
Tableau n° 89	:	Les régressions LOGIT des raisons générales (1987-1990) de n-2 à n-1
Tableau n° 90	:	L'inertie expliquée par les axes de l'ACP (raisons spécifiques 1970-1985)
Tableau n° 91	:	Les variables caractéristiques de l'axe n° 1 (raisons spécifiques 1970-1985)
Tableau n° 92	:	Les variables caractéristiques de l'axe n° 2 (raisons spécifiques 1970-1985)

Tableau n° 93	:	Les variables caractéristiques de l'axe n° 3 (raisons spécifiques 1970-1985)
Tableau n° 94	:	Les variables caractéristiques de la classe n° 1 (raisons spécifiques 1970-1985)
Tableau n° 95	:	Les variables caractéristiques de la classe n° 2 (raisons spécifiques 1970-1985)
Tableau n° 96	:	Les variables caractéristiques de la classe n° 3 (raisons spécifiques 1970-1985)
Tableau n° 97	:	L'inertie expliquée par les axes de l'ACP (raisons spécifiques 1987-1990)
Tableau n° 98	:	Les variables caractéristiques de l'axe n° 1 (raisons spécifiques 1987-1990)
Tableau n° 99	:	Les variables caractéristiques de l'axe n° 2 (raisons spécifiques 1987-1990)
Tableau n° 100	:	Les variables caractéristiques de l'axe n° 3 (raisons spécifiques 1987-1990)
Tableau n° 101	:	Les variables caractéristiques de la classe n° 1 (raisons spécifiques 1987-1990)
Tableau n° 102	:	Les variables caractéristiques de la classe n° 2 (raisons spécifiques 1987-1990)
Tableau n° 103	:	Les variables caractéristiques de la classe n° 3 (raisons spécifiques 1987-1990)
Tableau n° 104	:	Les variables caractéristiques de la classe n° 4 (raisons spécifiques 1987-1990)
Tableau n° 105	:	Le processus méthodologique d'analyse des stratégies implicites
Tableau n° 106	:	Les résultats de l'analyse univariée (stratégies générales, 1970-1985)
Tableau n° 107	:	Les régressions LOGIT des stratégies générales (1970-1985)
Tableau n° 108	:	L'inertie expliquée par les axes de l'ACP (stratégies spécifiques 1970-1985)
Tableau n° 109	:	Les variables caractéristiques de l'axe n° 1 (stratégies spécifiques 1970-1985)
Tableau n° 110	:	Les variables caractéristiques de l'axe n° 2 (stratégies spécifiques 1970-1985)
Tableau n° 111	:	Les variables caractéristiques de l'axe n° 3 (stratégies spécifiques 1970-1985)

- Tableau n° 112 : Les variables caractéristiques de la classe n° 1 (stratégies spécifiques 1970-1985)
- Tableau n° 113 : Les variables caractéristiques de la classe n° 2 (stratégies spécifiques 1970-1985)
- Tableau n° 114 : Le processus méthodologique - Performance et efficacité des offres publiques d'achat et d'échange
- Tableau n° 115 : L'analyse de la performance des OPA/E pour les entreprises initiatrices (1970-1980)
- Tableau n° 116 : Les tests de comparaison des indicateurs de premier ordre (post-OPA) pour les entreprises initiatrices (1970-1980)
- Tableau n° 117 : L'analyse de la performance des OPA/E pour les entreprises cibles (1970-1985)
- Tableau n° 118 : Les tests de comparaison des indicateurs de premier ordre (post-OPA) pour les entreprises cibles (1970-1985)
- Tableau n° 119 : L'analyse de l'efficacité des raisons spécifiques (1970-1985)
- Tableau n° 120 : Les tests de comparaison des indicateurs de premier ordre (post-OPA) par rapport aux raisons spécifiques implicites (1970-1985)
- Tableau n° 121 : L'analyse de l'efficacité des motivations générales explicites pour les entreprises cibles (1970-1985)
- Tableau n° 122 : Les tests de comparaison des indicateurs de premier ordre (post-OPA) par rapport aux motivations générales implicites
- Tableau n° 123 : La comparaison des motivations explicites, motivations implicites, raisons implicites et stratégies implicites (1970-1982)

## **PRESENTATION SYNOPTIQUE DE LA THESE**

### **INTRODUCTION GENERALE : LES OFFRES PUBLIQUES D'ACHAT ET D'ECHANGE, JUSTIFICATION CONCEPTUELLE ET PRESENTATION GENERALE DE LA PROBLEMATIQUE.**

Les offres publiques d'achat et d'échange sont des instruments de la gestion stratégique des entreprises alternatifs à la croissance externe et aux alliances. Elles s'inscrivent dans le cadre de manœuvres autonomes destinées à coordonner les capacités existantes et concernent des entreprises cibles cotées en bourse. L'étude des concepts de motivation et d'efficacité définit une problématique qui se distingue des recherches inspirées par la théorie financière dans la mesure où l'on intègre une multi-rationalité et de multiples objectifs. De ce fait, les investigations se situent à l'interface des champs de la finance et de la stratégie.

### **PREMIERE PARTIE : LES OFFRES PUBLIQUES D'ACHAT ET D'ECHANGE : UN CHAMP D'ANALYSE ABONDANT ET VARIE.**

#### **1.1. Les mouvements stratégiques de la croissance externe française de 1959 à 1988 : une pluralité de motifs théoriques dont la validation empirique intègre l'évolution par une efficacité vérifiée.**

L'étroite parenté existant entre les offres publiques et la croissance externe nécessite une présentation préalable de cette dernière. Après avoir défini la croissance externe et proposé les différents angles selon lesquels elle peut être appréhendée, elle est étudiée selon trois démarches : une description historique de la situation française de 1959 à 1988, une articulation des motifs attribués à ces opérations autour des théories de l'efficacité et de l'agence, et, un panorama des motifs et de l'efficacité constatés au travers de plusieurs recherches empiriques consacrées à la situation française.

## **1.2. Les offres publiques : l'observation statistique et la pluralité des référents théoriques nourrissent une controverse sur leur efficacité potentielle.**

L'observation du mouvement des offres publiques en France de 1966 à 1992 permet de constater la nature plutôt amicale du phénomène et le parallélisme avec le mouvement de la croissance externe. La présentation des référents théoriques est axée sur la théorie de l'agence, ses prolongements, sa contestation et les tentatives de modélisation par la théorie des jeux. Cette démarche théorique nourrit une controverse sur leur efficacité potentielle qui oppose des visions libérales et régulatrices.

## **1.3. Motivations et efficacité des offres publiques : la multiplicité des validations empiriques.**

Ce chapitre se veut une recension des recherches empiriques consacrées aux motivations et à l'efficacité des offres publiques. L'analyse détaillée de 85 études empiriques issues principalement des Etats-Unis (63 contributions) a permis de retenir plusieurs conclusions :

- La plupart des hypothèses théoriques sont validées empiriquement (théories de l'agence, de l'efficience, du Free cash flow, ...) sans pour autant que l'on aboutisse à leur hiérarchisation dans le cadre d'une vision globale ;
- Le poids des variables d'environnement (cycle sectoriel notamment) ;
- Les difficultés méthodologiques engendrées par ce type de recherche ;
- L'appréciation des performances est divergente selon la méthodologie employée : rendements boursiers (positive), rentabilité comptable (négative) ;
- L'efficacité des OPA est principalement liée positivement à la recherche de synergies ;
- L'analyse du cas français est restreinte et nécessite de nouvelles investigations.

## **DEUXIEME PARTIE : LA DEMARCHE ET LES CHOIX METHODOLOGIQUES : UNE VOLONTE AFFICHEE DE COHERENCE ET D'EXHAUSTIVITE.**

### **2.1. La formulation de la démarche et du jeu d'hypothèses**

La recherche empirique s'appuie sur une hypothèse centrale : l'offre publique est motivée par une démarche stratégique de l'entreprise initiatrice dont la nature détermine et sanctionne la réussite future de l'opération. La description des démarches adoptées pour l'analyse des motivations et de l'efficacité permet de proposer une déclinaison de l'hypothèse principale.

### **2.2. La constitution des échantillons se caractérise par la recherche d'une représentativité maximale**

L'échantillon d'analyse des motivations explicites (212 opérations) comprend plus de 78% de la population d'origine. Les échantillons d'analyse des motivations implicites (100 entreprises cibles, 40 entreprises initiatrices et 20 couples initiatrices/cibles) reprennent de 45,8% à 72,3% de la population totale. Mais, du fait des modes de constitution des échantillons, ceux-ci sont scindés en deux sous-périodes : 1970-1985 et 1987-1990. La disparition d'entreprises des échantillons d'origine a contrarié la représentativité des échantillons d'analyse de l'efficacité (20 entreprises initiatrices, 43 entreprises cibles) limités à la période 1970-1985.

### **2.3. Les variables utilisées : des réponses aux exigences de la démarché adoptée, contrariées par l'insuffisance de l'information historique en France.**

Les variables se scindent en deux catégories principales : les données textuelles destinées à l'examen des motivations explicites et des données comptables vouées à l'étude des motivations implicites et de l'efficacité. Les données textuelles sont issues de la rubrique "motifs de l'opération" de la note d'information obligatoire déposée par les initiateurs des offres publiques et ont nécessité de nombreux retraitements (lemmatisation et détermination du thésaurus).

L'insuffisance de l'information historique sur les entreprises en France a limité le choix des données comptables et conduit à retenir des variables différentes selon les périodes étudiées, 1970-1985 (7 indicateurs) et 1987-1990 (12 indicateurs). Des variables caractéristiques des opérations (au nombre de 7) ont été utilisées pour approfondir la compréhension des motivations implicites.

#### **2.4. Les outils statistiques : une variété de traitements adaptés à la nature des données et des échantillons.**

L'analyse des motivations explicites a été réalisée à l'aide d'une technique originale, la lexicométrie, et des techniques de l'analyse de données (AFC, ACM, CAH, nuées dynamiques). L'analyse des motivations implicites a recouru à trois types de traitements statistiques : le test de WILCOXON-MANN-WHITNEY, la régression LOGIT, et, l'analyse des données (ACP, CAH, nuées dynamiques). Cette description de la démarche et des choix méthodologiques permet de présenter le schéma général de la recherche et la mise en perspective avec les études antérieures.

### **TROISIEME PARTIE : UNE VISION APPROFONDIE DE CAS FRANÇAIS DE 1970 à 1990.**

#### **3.1. les motivations explicites des offres publiques en France de 1970 à 1990.**

L'analyse des motivations explicites met en évidence l'opposition entre les logiques financière et managériale. Cependant, la dimension managériale est prégnante sur la période récente et les logiques financières s'ordonnent en fait autour des processus de restructuration dont la connotation managériale est manifeste. Ainsi, les OPA semblent être devenues des instruments de la gestion stratégique des entreprises. Cet élément central s'appuie sur une diversité des motivations exprimées, marquées par l'effet de l'appartenance sectorielle.

### **3.2. Les motivations et raisons implicites des offres publiques en France de 1970 à 1990**

L'offre publique apparaît comme un instrument au service de la stratégie des entreprises initiatrices afin de préserver ou de renouveler leur avantage concurrentiel existant par la recherche de nouveaux gisements de croissance. Le choix des entreprises cibles peut être le fait de deux raisons principales : la résolution d'un problème d'agence et l'inscription dans un processus stratégique de développement mutuel. L'effet sectoriel est, une fois encore, très important.

### **3.3. Les stratégies implicites des offres publiques en France de 1970 à 1990.**

L'étude des stratégies confirme les éléments recueillis pour les motivations et raisons des offres publiques. Les OPA sont un instrument de développement des entreprises initiatrices et le choix de l'entreprise cible peut être le fait d'une résolution d'un problème d'agence. Les théories de l'efficience et de l'agence se complètent utilement mais la théorie de l'agence est plutôt au service de la théorie de l'efficience : l'OPA s'insère dans la stratégie des entreprises initiatrices et le choix de l'entreprise cible est souvent inspiré par la gestion déficiente et la nécessité d'une restructuration de cette dernière.

### **3.4. L'efficacité des offres publiques d'achat et d'échange en France de 1970 à 1985.**

Les offres publiques ne semblent être ni performantes, ni efficaces. Les situations des entreprises initiatrices et cibles n'ont pas évolué à l'issue des cinq années postérieures à l'opération, ce qui est en soi inquiétant pour des entreprises cibles déjà en mauvaise posture. On peut tenter d'attribuer ce constat à une gestion déficiente de l'intégration. Le rachat des entreprises cibles semble globalement négatif ce qui souligne l'ambiguïté de motivations apparemment cohérentes et de l'absence d'efficacité. Aussi, l'efficacité des théories de l'agence et de l'efficience n'est pas validée empiriquement.



## **CONCLUSION GENERALE : LA MISE EN PERSPECTIVE DES RESULTATS DE LA RECHERCHE.**

Cette étude a permis de montrer que la théorie de l'agence exprimait une motivation non systématique et secondaire par rapport à la théorie de l'efficience. L'absence d'efficacité mise en évidence est cohérente avec les études basées sur la rentabilité comptable et en opposition avec les recherches axées sur les rendements boursiers. Cependant, l'inefficacité des OPA n'en condamne pas l'utilité mais au contraire nous pousse à en rechercher les conditions d'applicabilité et d'efficacité. La comparaison avec des recherches sur les fusions-absorptions, les alliances et la croissance externe, souligne l'existence de deux types de stratégies, offensive et défensive, sans pour autant désigner des instruments privilégiés. Cette thèse présente aussi des implications opérationnelles pour les entreprises initiatrices et cibles, pour leurs actionnaires et pour l'Etat.

## TABLE DES MATIERES

	Pages
<b>REMERCIEMENTS</b> .....	7
<b>INTRODUCTION GENERALE : LES OFFRES PUBLIQUES D'ACHAT ET D'ECHANGE - JUSTIFICATION CONCEPTUELLE ET PRESENTATION GENERALE DE LA PROBLEMATIQUE</b> .....	9
<b>1. L'OPA est un instrument de la mise en œuvre de la stratégie de l'entreprise, la croissance externe, alternatif à la croissance externe et aux alliances</b> .....	12
1.1. Les offres publiques s'apparentent à la croissance externe mais s'en distinguent par des caractéristiques spécifiques .....	15
1.2. L'essor complémentaire des stratégies d'alliance .....	18
<b>2. La justification conceptuelle de la recherche : la définition des concepts de motivation et d'efficacité</b> .....	20
2.1. Le concept de motivation .....	20
2.2. Le concept d'efficacité .....	26
<b>3. La construction d'un modèle systémique de la décision stratégique d'offre publique</b> .....	29
<b>4. La problématique de la recherche</b> .....	32
4.1. Le choix d'une problématique à dominante empirico-inductive.....	33
4.2. Les hypothèses de la recherche définissent une problématique originale appuyée par des techniques statistiques novatrices et des échantillons représentatifs .....	35
4.3. Les limites de la recherche .....	38
<b>PREMIERE PARTIE : LES OFFRES PUBLIQUES D'ACHAT ET D'ECHANGE : UN CHAMP D'ANALYSE ABONDANT ET VARIE</b> .....	40
1.1. Les mouvements stratégiques de la croissance externe française de 1959 à 1988 : une pluralité de motifs théoriques dont la validation empirique souligne l'efficacité.....	42
Introduction : la croissance externe revêt de multiples aspects.....	42
1.1.1. La croissance externe française de 1959 à 1988 est caractérisée par des vagues successives et des traits communs à l'ensemble de la période .....	50
1.1.1.1. L'étude de la période 1959-1979 (J. ALLOUCHE - 1981)	50
1.1.1.2. L'étude de la période 1980-1988 (F. BAVAY & D. BEAU - 1989) .....	54

1.1.1.3. Les éléments caractéristiques de la croissance externe déduits de l'observation de la période 1959-1988 sont confirmés par les évolutions récentes et les perspectives de celle-ci .....	57
1.1.2. La complémentarité des motivations théoriques de la croissance externe et des variables d'environnement permet d'accéder à une compréhension globale du phénomène .....	58
1.1.2.1. Les motivations théoriques .....	58
. 1.1.2.1.1. <i>La démarche de l'analyse stratégique : la théorie de l'efficience</i> .....	58
. 1.1.2.1.2. <i>La démarche de la théorie financière : la théorie de l'agence</i> ...	65
1.1.2.2. Les variables d'environnement .....	67
. 1.1.2.2.1. <i>Les variables d'environnement conjoncturelles</i> .....	67
. 1.1.2.2.2. <i>Les variables d'environnement structurelles</i> .....	68
1.1.3. Motifs et efficacité des opérations de croissance externe en France de 1959 à 1988 : la pluralité des motifs constatés ne nuit pas à une efficacité générale .....	68
1.1.3.1. L'étude de J. ALLOUCHE : 1966-1976 .....	69
. 1.1.3.1.1. <i>Les firmes absorbantes avant l'opération : les motifs qui sous-tendent la décision de croissance externe</i> .....	70
. 1.1.3.1.2. <i>Les firmes absorbées avant l'opération : les motifs supposés de la disparition des firmes par absorption</i> .....	71
. 1.1.3.1.3. <i>Les motifs des opérations</i> .....	71
. 1.1.3.1.4. <i>Les firmes absorbantes après l'opération : la confirmation de l'efficacité</i> 72	
1.1.3.2. L'étude de F. BAVAY et D. BEAU : 1981-1988.....	73
. 1.1.3.2.1. <i>Les entreprises qui ont pratiqué une stratégie de croissance externe ont renforcé leur position concurrentielle</i> .....	75
. 1.1.3.2.2. <i>Cette évolution d'ensemble n'a été acquise qu'en fin de période et masque des comportements dissemblables</i> .....	75
1.2. Les offres publiques : l'observation statistique et la pluralité des référents théoriques nourrissent une controverse sur leur efficacité potentielle .....	78
1.2.1. Les offres publiques en France : une évolution parallèle au mouvement de la croissance externe mais d'une intensité relative .....	78
1.2.1.1. L'historique des offres publiques en France : un phénomène non négligeable de nature plutôt amicale .....	78
1.2.1.2. Le mouvement des offres publiques françaises est parallèle à celui de la croissance externe .....	82
1.2.1.3. Les offres publiques en France : une situation intermédiaire entre le modèle américain et le modèle rhénan .....	85
1.2.2. La pluralité des référents théoriques nourrit une controverse aiguë sur l'efficacité potentielle des offres publiques .....	86
1.2.2.1. La pluralité des référents théoriques .....	87
. 1.2.2.1.1. <i>La théorie de l'agence</i> .....	87
. 1.2.2.1.2. <i>Le prolongement : la théorie du "Free cash-flow" de M.C. JENSEN</i> 90	
. 1.2.2.1.3. <i>L'apport des théories de l'information et des signaux et de l'hypothèse de sous-évolution de l'entreprise cible</i> .....	92
. 1.2.2.1.4. <i>La contestation de la théorie de l'agence : la redistribution</i> .....	94
. 1.2.2.1.5. <i>Les tentatives de modélisation par la théorie des jeux</i> .....	94
. 1.2.2.1.6. <i>L'impact de la fiscalité : les économies d'impôts</i> .....	97

1.2.2.2. Le rôle économique controversé des offres publiques : les visions libérales et régulatrices s'opposent.....	98
. 1.2.2.2.1. <i>La vision régulatrice : les offres publiques ne sont pas des instruments de modernisation et d'efficacité des entreprises, mais, au contraire, compromettent leur survie à long terme</i> .....	99
. 1.2.2.2.2. <i>La vision libérale : le marché du contrôle des sociétés s'appuyant sur la maximisation de la valeur des entreprises et de la richesse de actionnaires permet de dynamiser l'efficacité des entreprises</i> .....	107
1.3. Motivations et efficacité des offres publiques : la multiplicité des validations empiriques .....	112
1.3.1. La validation empirique des offres publiques : la prévision des OPA et la mise en évidence des caractéristiques des firmes initiatrices et/ou cibles .....	112
1.3.1.1. Les Etats-Unis .....	113
1.3.1.2. La Grande-Bretagne .....	119
1.3.1.3. Le Canada .....	120
1.3.1.4. L'Australie .....	121
1.3.1.5. La France .....	121
1.3.2. La validation empirique des performances et de l'efficacité des offres publiques .....	125
1.3.2.1. Les principales mesures de la performance .....	125
1.3.2.2. La performance des offres publiques dans l'absolu ...	126
1.3.2.3. La performance sociale des offres publiques .....	132
1.3.2.4. La performance des offres publiques selon leurs motivations .....	134
1.3.2.5. La validation empirique des liens existant entre la performance des offres publiques et les stratégies mises en œuvre .....	136
<b>Conclusion: les motivations et l'efficacité des offres publiques : une voie de recherche pratiquement "vierge" en France</b> .....	142

**DEUXIEME PARTIE : LA DEMARCHE ET LES CHOIX METHODOLOGIQUES:  
UNE TENTATIVE DE COHERENCE ET D'EXHAUSTIVITE.....** 144

2.1. La formulation de la démarche et du jeu d'hypothèses .....	146
2.1.1. La démarche de l'analyse des motivations .....	147
2.1.1.1. Les motivations explicites .....	147
2.1.1.2. Les motivations implicites .....	149
2.1.2. La démarche de l'analyse de l'efficacité .....	151
2.1.2.1. La performance dans l'absolu .....	151
2.1.2.2. L'efficacité des stratégies mises en œuvre .....	152
2.1.3. Le jeu d'hypothèses .....	153

2.2.	La constitution des échantillons se caractérise par la recherche d'une représentativité maximale .....	155
2.2.1.	L'échantillon d'analyse des motivations explicites se singularise par une représentativité exceptionnelle.....	155
2.2.2.	Les échantillons d'analyse des motivation implicites : un processus strict de sélection qui a préservé la représentativité .....	157
2.2.3.	Les échantillons d'analyse de l'efficacité : la disparition d'entreprises des échantillons d'origine (pré-OPA) a contrarié la représentativité des résultats et la mise en œuvre des traitements .....	166
2.3.	Les variables utilisées : des réponses aux exigences de la démarche adoptée, contrariées par l'insuffisance de l'information historique en France .....	170
2.3.1.	Les données textuelles .....	171
2.3.1.1.	Le support de l'analyse .....	171
2.3.1.2.	Les données textuelles et les retraitements pratiqués .....	172
2.3.1.2.1.	<i>Les données initiales</i> .....	173
2.3.1.2.2.	<i>Le retraitement préliminaire des textes : la lemmatisation et la détermination définitive du thésaurus</i> .....	174
2.3.2.	Les données comptables .....	180
2.3.2.1.	Les limites des données comptables .....	180
2.3.2.2.	L'insuffisance de l'information historique sur les entreprises en France .....	181
2.3.2.3.	Les variables : une caractérisation des entreprises et des opérations dans le cadre d'une conception interprétative ouverte... ..	183
2.3.2.3.1.	<i>Les variables de l'analyse pour la période 1970-1985</i> .....	183
2.3.2.3.2.	<i>Les variables de l'analyse pour la période 1987-1990</i> .....	187
2.4.	Les outils statistiques : une variété de traitements adaptés à la nature des données et des échantillons .....	189
2.4.1.	Les méthodologies d'analyse des motivations explicites .....	190
2.4.1.1.	L'analyse lexicométrique .....	190
2.4.1.2.	La méthodologie d'analyse statistique des données textuelles .....	193
2.4.1.2.1.	<i>L'instrument de traitement : le logiciel SPAD.T</i> .....	194
2.4.1.2.2.	<i>Le processus méthodologique global</i> .....	194
2.4.1.2.3.	<i>L'analyse factorielle des correspondances</i> .....	196
2.4.1.2.4.	<i>L'analyse des correspondances multiples</i> .....	196
2.4.1.2.5.	<i>La classification ascendante hiérarchique et les nuées dynamiques</i> .....	196
2.4.2.	Les méthodologies d'analyse des motivations implicites et de l'efficacité .....	200
2.4.2.1.	Le test de WILCOXON-MANN-WHITNEY ...	200
2.4.2.2.	La régression LOGIT .....	201
2.4.2.3.	L'analyse des données .....	205
	<b>Conclusion : le schéma général de la recherche et la mise en perspective avec les recherches antérieures</b> .....	206

## TROISIEME PARTIE : UNE VISION APPROFONDIE DU CAS FRANÇAIS

.....	210
3.1. Les motivations explicites des offres publiques en France de 1970 à 1990 .....	212
3.1.1. La mise en évidence par les analyses factorielles des correspondances de logiques de motivation articulées autour de l'opposition entre logiques financière et managériale .....	213
3.1.1.1. L'A.F.C. sur l'ensemble du corpus retenu .....	213
3.1.1.2. L'A.F.C. sur un corpus réduit .....	218
3.1.2. L'identification de 6 motivations générales des OPA/E confirme la scission entre logiques financière et managériale .....	222
3.1.3. L'identification et l'illustration de 10 logiques génériques de motivation des OPA/E .....	230
3.1.3.1. L'identification des logiques de comportement ...	231
3.1.3.2. L'illustration des logiques génériques de motivation ...	235
3.1.4. La confrontation des résultats de l'A.F.C. et de la partition des logiques génériques : une validation et un enrichissement croisés .....	236
3.1.5. L'analyse combinatoire : la mise en évidence de stratégies cohérentes de motivations explicites .....	239
<b>Conclusion</b> : Le panorama des motivations explicites des offres publiques d'achat et d'échange en France de 1970 à 1990 : L'émergence d'un instrument de la gestion stratégique des entreprises .....	244
3.2. Les motivations et les raisons implicites des offres publiques en France de 1970 à 1990 .....	246
3.2.1. Les motivations des offres publiques d'achat et d'échange : les OPA sont un instrument au service du développement des entreprises initiatrices .....	247
3.2.1.1. Les motivations générales : l'émergence d'un instrument stratégique au service du développement des entreprises initiatrices .....	247
3.2.1.1.1. <i>Les motivations générales 1970/1985 : des investigations peu convaincantes</i> .....	247
3.2.1.1.2. <i>Les motivations générales 1987/1990 : la mise en évidence d'un processus stratégique dominant</i> .....	249
3.2.1.2. Les motivations spécifiques : la confirmation du rôle instrumental des OPA dans le cadre des stratégies des entreprises initiatrices .....	258
3.2.1.2.1. <i>Les motivations spécifiques 1970/1985 : la mise en évidence de comportements motivés par la performance économique et nuancés par la taille des entreprises</i> .....	258
3.2.1.2.2. <i>Les motivations spécifiques 1987/1990 : les offres publiques d'achat et d'échange sont les instruments de l'avantage concurrentiel</i> .....	263

3.2.2. Les raisons des offres publiques d'achat et d'échange : la validation empirique des théories de l'efficacité et de l'agence .....	270
3.2.2.1. Les raisons générales : la résolution d'un problème d'agence .....	270
. 3.2.2.1.1. <i>Les raisons générales 1970/1985 : une dégradation généralisée de la situation des entreprises cibles</i> .....	270
. 3.2.2.1.2. <i>Les raisons générales 1987/1990 : des entreprises peu efficaces dont la croissance chute brusquement</i> .....	273
3.2.2.2. Les raisons spécifiques : la distinction entre les attitudes "positives" et "réactives" .....	283
. 3.2.2.2.1. <i>Les raisons spécifiques 1970/1985 : la dichotomie entre la résolution d'un problème d'agence et l'insertion dans un processus stratégique de développement mutuel</i> .....	283
. 3.2.2.2.2. <i>Les raisons spécifiques 1987/1990 : les entreprises cibles ne sont pas nécessairement en difficulté</i> .....	289
 3.3. Les stratégies implicites des offres publiques d'achat et d'échange en France de 1970 à 1982 : la consolidation de l'avantage concurrentiel d'entreprises appartenant à des secteurs en croissance semble être la stratégie majeure... ..	296
3.3.1. Les stratégies générales 1970-1982 : une stratégie majeure de consolidation de l'avantage concurrentiel .....	296
3.3.2. Les stratégies spécifiques 1970-1982 : des opérations où les secteurs en croissance semblent les plus concernés .....	299
3.3.2.1. L'A.C.P. : des opérations de développement adaptées aux situations respectives des entreprises .....	299
3.3.2.2. Une partition marquée par le cycle sectoriel .....	302
 <b>Conclusion</b> : la validation empirique et la hiérarchisation des théories de l'efficacité et de l'agence .....	305
 3.4. L'efficacité des offres publiques d'achat et d'échange en France de 1970 à 1985 .....	307
3.4.1. La performance des offres publiques d'achat et d'échange : l'absence d'influence sur les entreprises initiatrices et le constat d'échec pour les entreprises cibles .....	307
3.4.1.1. La performance des offres publiques d'achat et d'échange pour les entreprises initiatrices : l'absence d'évolution de la performance .....	307
3.4.1.2. La performance des OPA/E pour les entreprises cibles : le constat sous réserve d'un échec .....	309
3.4.2. L'efficacité des stratégies/motivations des offres publiques d'achat et d'échange : la confirmation de l'inefficacité.....	311
3.4.2.1. L'efficacité des offres publiques d'achat et d'échange pour les entreprises cibles en fonction des raisons implicites spécifiques : l'inefficacité des théories de l'agence et de l'efficacité .....	312
3.4.2.2. L'efficacité des offres publiques d'achat et d'échange pour les entreprises cibles en fonction des motivations générales explicites : l'absence d'évolution significative .....	314

<b>Conclusion troisième partie : l'ambiguïté de motivations cohérentes et d'une absence d'efficacité sans doute imputable aux problèmes d'intégration</b> .....	316
---	-----

<b>CONCLUSION GENERALE : LA MISE EN PERSPECTIVE DES RESULTATS DE LA RECHERCHE</b> .....	322
---	-----

<b>1. La comparaison avec les études antérieures et les apports spécifiques de la recherche</b> .....	322
---	-----

1.1. La recherche sur les motivations des offres publiques est cohérente avec les études antérieures et se singularise par une volonté d'exhaustivité et de nouveaux apports .....	322
--	-----

1.2. L'absence d'efficacité des offres publiques : la cohérence avec les études basées sur des données comptables et l'opposition avec les études centrées sur les données boursières .....	324
---	-----

<b>2. Les limites générales de la recherche et la comparaison avec les autres instruments stratégiques du développement</b> .....	325
---	-----

<b>3. L'opérationnalité de la recherche</b> .....	329
---	-----

<b>BIBLIOGRAPHIE</b> .....	330 à 367
----------------------------	-----------

<b>INDEX DES TABLEAUX</b> .....	368 à 374
---------------------------------	-----------

<b>PRESENTATION SYNOPTIQUE DE LA THESE</b> .....	375
--	-----

<b>TABLE DES MATIERES DETAILLEE</b> .....	381
---	-----

TOME II : ANNEXES





# MOTIVATIONS ET EFFICACITE DES OFFRES PUBLIQUES D'ACHAT ET D'ECHANGE EN FRANCE DE 1970 à 1990

Thèse présentée et soutenue en vue du Doctorat Nouveau Régime ès Sciences de Gestion par

Jérôme CABY

le 5 Janvier 1994

Directeur de recherche : Professeur José ALLOUCHE

Equipe de recherche : ERESTRATE - I.A.E. de Nancy II

## RESUME

La thèse est consacrée à l'étude des motifs et de l'efficacité des OPA/E en France de 1970 à 1990 et se situe à l'interface de deux domaines : la stratégie et la finance. Elle comprend trois parties :

— la recension des connaissances sur le sujet dont il ressort une faiblesse de la recherche française ;

— la présentation de la démarche et des choix méthodologiques. L'ensemble de la recherche s'inscrit dans le cadre d'un processus inductif et exploratoire cohérent avec une problématique complexe de la décision stratégique d'offre publique.

— les résultats de la recherche sont scindés en deux parties : les motivations et l'efficacité des OPA. L'analyse des motivations (pré-OPA) distingue les motivations explicites (232 opérations analysées) et implicites (140 entreprises analysées) et met en évidence la cohérence des motivations ainsi que le rôle instrumental des OPA pour la mise en œuvre de la stratégie des entreprises. L'analyse de l'efficacité (post-OPA) conclut à une absence d'efficacité des OPA pour des raisons essentiellement liées au processus d'intégration.

## ABSTRACT

The thesis is devoted to the study of takeovers' motives and effectiveness in France between 1970 and 1990, and, is at the meeting point of the research fields of strategy and finance. It contains three main parts :

— the state of the art on the subject wich stresses the weakness of french research ;

— the presentation of processes and methodological choices. The research comes within the scope of an empirical, inductive and exploratory process consistent with a strategic decision-making problematics.

— the empirical study results are divided in two parts : motives and effectiveness. The analysis of motives distinguishes explicit motives (232 takeovers) and implicit motives (140 companies), it underscores the motives consistency and the instrumental function of takeovers for strategy. The analysis of effectiveness concludes that takeovers lack of effectiveness can be explained by integration process problems.

**Mots-clés** : Stratégie, finance, marché financier, théorie de l'efficience, théorie de l'agence, théorie du free cash flow, décision stratégique, complexité, performances, efficacité, motivations, motivations explicites, motivations implicites, OPA, OPE, environnement, actionnaires, entreprises françaises, croissance externe, analyse lexicale.

**Key-words** : Strategy, finance, financial market, efficiency theory, agency theory, free cash flow theory, strategic decision, complexity, performance, effectiveness, motives, explicit motives, implicit motives, takeover, environment, stockholder, french companies, external growth, lexical analysis.