

PRISE DE CONTRÔLE D'ENTREPRISES, CARACTÉRISTIQUES DES FIRMES CIBLES ET MOTIVATIONS DES ACQUÉREURS : UN CAS EMPIRIQUE FRANÇAIS

Hicham MEGHOUAR

Enseignant-chercheur

Ecole Nationale de Commerce et de Gestion, Université Hassan Premier - Settat

Km 3, route de Casa BP 658 - Settat, Maroc

E-mail : meghouar@gmail.com

Résumé

Cette recherche analyse les motivations implicites des entreprises acquéreuses au travers de l'étude des caractéristiques financières de 48 firmes cibles françaises ayant fait l'objet d'une prise de contrôle par voie d'offre publique d'achat ou d'échange (ci-après OPA/E) durant la période 2001-2007. La période d'étude, non couverte par des études empiriques, correspond à la récente vague observée sur le marché des prises de contrôle et freinée par la crise financière des *Subprimes*. Les résultats empiriques montrent que les acquéreurs visent des entreprises cibles aux opportunités économiques et financières importantes, ce qui conforte les décisions d'acquisitions, prises par l'acquéreur, avec la volonté de réaliser des synergies. Les présents résultats confirment le rôle disciplinaire des offres publiques et confortent les travaux empiriques antérieures.

Mots clés : Acquisition, offre publique, opportunités de croissance, prise de contrôle, synergies.

Abstract

This research proposes to highlight the implicit motivations of acquirers through the analysis of financial characteristics of 48 French targets which have been taken over during the period 2001-2007. The study period, not covered by empirical studies, is the recent wave observed in the market for corporate control and hampered by the subprime-mortgage financial crisis. The empirical results show that acquirers intended targets important to economic and financial opportunities, which confirms the decisions of takeover made by an acquirer, with the desire to achieve synergies. These results also confirm the disciplinary motives of takeover bid.

Key words: Acquisition, tender offer, investment opportunity set, takeover, synergies.

JEL : G34

INTRODUCTION

Cette recherche porte sur les prises de contrôle d'entreprises par voie d'offres publiques d'achat et d'échange. En effet, lorsque la gestion d'une entreprise est jugée inefficace, cette dernière pourrait faire l'objet d'une acquisition (Manne, 1965 ; Alchian, Demsetz, 1972). Ces OPA/E¹ permettent aux actionnaires de l'entreprise cible de remplacer l'équipe dirigeante actuelle par une autre plus compétente, et constitue de ce fait une solution au problème d'agence né de la séparation entre le droit de propriété et le droit de contrôle. Ce qui oblige, par conséquent, les dirigeants à s'aligner sur les intérêts des actionnaires. D'autres causes peuvent expliquer l'occurrence d'une OPA/E telles que l'exploitation des asymétries d'information, servir les stratégies d'enracinement, ou d'autres motivations personnelles des dirigeants (Jensen (1986), Malatesta (1983)). Le sujet de la prise de contrôle d'entreprises a fait l'objet de plusieurs contributions empiriques. Cet article prolonge ces travaux et porte sur l'analyse des caractéristiques des entreprises cibles en s'intéressant aux grandes firmes françaises acquises (opérations de plus de 100 millions d'USD) pour comprendre pourquoi les acquéreurs choisissent cette entreprise plutôt qu'une autre alors que les recherches empiriques montrent, qu'en général, ces opérations détruisent la valeur, du moins à court terme, pour les firmes acquéreuses (Servaes (1991), Agrawal, Jaffe et Mandelker (1992), Eckbo et Langhor (1989), Andrade, Mitchell et Stafford, 2001). La présente recherche se caractérise aussi par la période d'étude choisie (2001-2007), une période qui correspond à la dernière vague de F&A observée sur le marché des prises de contrôle avant la crise de l'année 2008, et qui n'est pas couverte par des travaux empiriques.

Le reste de cet article est présenté comme suit. Dans une première section, un bilan des études concernant les caractéristiques financières des firmes cibles d'OPA/E est exposé. La formulation des hypothèses, les caractéristiques de l'échantillon et la méthodologie sont présentées en deuxième section. Au niveau de la dernière section, les résultats et le commentaire sont proposés.

¹ Offre publique d'achat ou d'échange.

1. CARACTERISTIQUES FINANCIERES DES ENTREPRISES CIBLES : UNE REVUE DE LA LITTERATURE

Plusieurs travaux ont été réalisés pour déterminer les principales caractéristiques qui distinguent les deux catégories d'entreprises : acquises (ou cibles), des non acquises. Ces travaux sont réalisés pour l'essentiel sur les marchés anglo-saxons. Aux Etats-Unis, on recense les travaux de Simkowitz & Monroe (1971), Stevens (1973), Harris, Stewart, Guilkey et Carleton (1982), Dietrich et Sorensen (1984), Hasbrouck (1985), Palepu (1986), Morck, Shleifer et Vishny (1988), Ambrose et Megginson (1992), Meador, Church et Rayburn (1996), Cudd et Duggal (2000), Sorensen (2000), Espahbodi et Espahbodi (2003). D'après les résultats, les firmes américaines cibles se caractérisent essentiellement par une petite taille avec des taux de rendement et d'endettement faibles. Certaines variables ne sont pas toujours discriminantes entre les deux catégories d'entreprises : cibles et non cibles (la distribution de dividende, le PER). Les auteurs recommandent la prise en compte des ratios non financiers dans la modélisation des OPA/E. Ainsi, les études empiriques ont plus tendance à utiliser des variables qualitatives relatives au secteur d'activité, à la structure d'actionnariat...etc. Au Royaume-Uni, il y a eu les études de Tzoannos et Samuels (1972), Singh (1975), Levine & Aaronovitch (1981), Barnes (1990, 1999, 2000), Powell (1997, 2001, 2004) et Ouzounis et al (2009). Selon ces études, les caractéristiques financières des firmes cibles se différent, notamment en terme de taille, selon que l'offre publique est hostile ou amicale. Aussi, ces entreprises cibles se distinguent par de faibles taux de croissance et de rentabilité financière.

Deux contributions ont été observées sur chacun des marchés, Canadien et Australien. Les résultats de l'étude de Belkaoui (1978) et Kira et Morin (1993) montrent que la liquidité et l'importance des actifs non liquides sont plus significatives dans la prédiction des firmes cibles canadiennes. En revanche, les modèles estimés par Rege (1984) ne sont pas significatifs. En Australie, Selon Chapman et Judor (1987), la sous-évaluation d'une entreprise est une variable déterminante, alors que l'étude d'Eddey (1991) souligne que les firmes cibles disposent d'un Q-Tobin élevé et déduit que la variable taille n'est pas significative.

D'autres études ont été réalisées sur le marché européen, essentiellement en France, et dans une moindre mesure en Grèce et en Espagne. En France, il y a les travaux de Guillou et Grolier (1976), Dumontier, Brunet et Souton (1989), Grand (1991), Le Corveller (1992), Caby (1994), Belze (2000), Nguyen (2005), Allani (2005), et Boubaker et Hamza (2014). Selon les résultats, les cibles françaises affichent des performances économiques et financières faibles avant leurs acquisitions et manifestent un problème d'agence. Il a été aussi montré le rôle déterminant de la taille et la concentration du capital dans la sélection de l'entreprise cible par l'initiatrice. Ainsi, les caractéristiques des entreprises sont sensibles à la conjoncture économique et à la période analysée. En Espagne, selon Alcalde & Espitia (2003), les entreprises acquises ne sont pas caractérisées par une faible rentabilité ou sous évaluées par le marché. Par contre, les variables taille et la structure de propriété de l'entreprise jouent un rôle pertinent dans la sélection des firmes cibles. Enfin, en Grèce, Zanakis & Zoupounidis (1997) affirment que le levier financier est un facteur discriminant chez les cibles. Tsagkanos, Georgopoulos et Siripoulos (2006) rapportent que ces dernières ont une bonne performance financière et un taux de productivité élevé. L'étude de Brar, Giamourdis et Liodakis (2009) qui regroupe plusieurs firmes européennes cibles de prises de contrôle avancent que ces dernières sont caractérisées par une faible taille, sont sous-évaluées, et présentent une faible croissance du chiffre d'affaires.

Les résultats des travaux effectués sont très mitigés et ne convergent pas aux mêmes conclusions et semblent être parfois contradictoires. Concernant l'hypothèse relative à la rentabilité par exemple, si Singh (1975), Palepu (1986) et Powell (1997) obtient bien une corrélation négative significative entre rentabilité et probabilité d'acquisition, d'autres études similaires ne reflètent en revanche aucune relation significative. Stevens (1973), Harris, Stewart, Guilkey et Carleton (1982) ainsi que Chapman et Judor (1987) aboutissent même à la conclusion que les firmes acquises ont une rentabilité significativement supérieure à celle des sociétés n'ayant participé à aucune opération de ce genre.

Les contradictions relevées au niveau des résultats empiriques montrent que même les motivations qui sont confirmées par certaines études sont infirmées par d'autres. C'est le cas de l'hypothèse sur la motivation disciplinaire des OPA/E en France qui a été validée seulement par Caby (1994), Allani (2005) et Nguyen (2005). De même, l'hypothèse sur le levier financier pour laquelle les études de Grand (1991) et Caby (1994) trouvent des résultats opposés. Ce constat

justifie la nécessité de procéder à des recherches complémentaires en la matière. Ainsi, il a été proposé, au travers de l'étude du cas français, de vérifier l'apport discriminant de deux variables non encore testées à notre connaissance : les opportunités de croissance et la création de valeur mesurée par l'EVA (Economic value added).

2. LE CADRE EMPIRIQUE : FORMULATION DES HYPOTHESES, ECHANTILLON D'ANALYSE ET METHODOLOGIE

2.1 FORMULATION DES HYPOTHESES

Les variables qui permettent de discriminer les deux catégories d'entreprises ont été choisies en fonction de leur popularité dans la littérature, et de leur pertinence spécifique par rapport au sujet des OPA/E.

La taille : Les entreprises ayant une petite taille ont une probabilité d'être opérables qui est supérieure à celles des entreprises de grande taille (Palepu, 1986; Ambrose & Megginson, 1992). L'influence de la variable taille sur la probabilité qu'une entreprise soit acquise se justifie par son effet sur les coûts de transaction que devrait supporter l'acquéreur. Les entreprises acquéreuses disposent en moyenne d'une taille supérieure à celle des firmes cibles. Ceci s'explique par le fait que les OPA/E sont sources de coûts pour l'acquéreur, essentiellement des coûts liés à la « bataille » financière déclenchée pour l'acquisition de la cible, si cette dernière se défend ou s'il y a apparition de *chevaliers blancs*, et des coûts d'intégration de la firme acquise dans l'organisation du groupe acquéreur. Ainsi, plus la firme cible est de faible taille, moins les coûts induits sont élevés, et plus cette dernière a de chance de faire l'objet d'une OPA/E.

Hypothèse 1- *Les entreprises qui ont une taille plus petite que celle des entreprises opérant dans le même secteur et ayant des caractéristiques similaires, auront une probabilité plus élevée de faire l'objet d'une OPA/E.*

Pour mesurer cette variable, le Log de l'actif total et le Log du chiffre d'affaires ont été retenus.

La performance de l'entreprise : rentabilité économique et financière

L'incapacité des dirigeants à gérer efficacement leurs entreprises peut déclencher une tentative d'OPA/E interprétée comme la sanction de la mauvaise gestion émanant d'un acquéreur qui

serait capable d'améliorer les performances de l'entreprise visée (Barnes, 2000 ; Dickerson et al, 2002). Cette thèse a été développée à l'origine par Manne (1965), qui suppose que ces opérations ont un caractère disciplinaire. En effet, lorsque la gestion d'une entreprise est qualifiée d'inefficace, cette dernière enregistre une faible performance par rapport aux entreprises du même secteur d'activité ; la valeur de l'action chute en dessous de sa valeur et permet un transfert de contrôle en encourageant les OPA/E provenant d'autres équipes dirigeantes plus performantes. Le signe de la relation entre la rentabilité d'une entreprise et sa probabilité d'acquisition serait négatif.

Hypothèse 2- Les entreprises qui ont une rentabilité inférieure à celle des entreprises opérant dans le même secteur et ayant des caractéristiques similaires, auront une probabilité plus élevée de faire l'objet d'OPA/E.

Pour évaluer l'efficacité du management, les variables suivantes ont été retenues. La rentabilité économique $[(EBE/CAPEX)*100]$, la rentabilité financière $[(Résultat\ Net/Capitaux\ Propres)*100]$, et la Marge d'exploitation $[(Résultat\ d'exploitation / Chiffre\ d'affaires)]$.

Deux autres variables ont été rajoutées, une qui illustre l'utilisation managériale des actifs et représente un ratio d'activité : Chiffre d'affaires hors taxe/Actif total. Un faible ratio peut refléter une mauvaise allocation des actifs mis à la disposition des managers de l'entreprise considérée, et implique que la firme est opéable. La deuxième variable est l'EVA qui mesure la création de valeur économique. Le positionnement stratégique de l'EVA s'adresse aussi bien à l'actionnaire qu'au chef d'entreprise à qui l'on fournit un critère de performance. Une valeur faible ou négative de l'EVA reflète que l'entreprise ne crée pas davantage de valeur pour ses actionnaires que ses concurrentes, et que dans ce cas de figure elle serait opéable. L'EVA représente la différence entre le bénéfice d'exploitation net d'impôt ajusté et la rémunération des capitaux investis $(NOPAT^2 - (Capitaux\ investis \times Coût\ du\ Capital))$. Le coût moyen pondéré du capital (ou coût de capital) est égal à la moyenne pondérée des coûts de l'ensemble des sources de financement : capitaux propres et dettes financières (Makelainen, 1998). Il s'agit de la somme du coût du

chacun des composants du capital (les fonds propres et/ou la dette) pondérés en fonction de leur part relative dans la structure du capital de l'entreprise (Young, 1998). Le coût des fonds propres est mesuré par le modèle d'équilibre des actifs financiers (Lordon, 2000; Matoussi, 2000), quant au coût de la dette, il correspond au taux de rendement exigé par les créanciers qu'il importe de le considérer net d'impôt du fait de la déductibilité des intérêts du bénéfice imposable.

La distorsion croissance-ressources : Les firmes avec un déséquilibre croissance-ressources ont une forte probabilité d'être acquises (Palepu, 1986 ; Ambrose et Megginson, 1992; Powell, 1997). Deux types d'entreprises peuvent être cibles : des entreprises qui ont une faible croissance, mais de fortes ressources (un problème de sur-investissement), et des entreprises avec une croissance élevée et possédant de faibles ressources (un problème de sous-investissement). Selon Palepu (1986), l'existence d'un déséquilibre, entre les ressources disponibles et les opportunités de croissance a un effet positif sur la probabilité qu'une firme soit cible. Afin de mesurer cette distorsion, trois variables sont prises en compte :

- La croissance : En effet, une forte croissance du chiffre d'affaires laisse entrevoir de forts cash-flows futurs, ce qui favorise la probabilité d'acquisition. La variable sera mesurée par le taux de croissance annuel du chiffre d'affaires.

- La liquidité : un excès de liquidité peut être un signal d'un manque de saisie des opportunités d'investissement. Et de ce fait, de fortes liquidités peuvent intéresser un acquéreur qui fait face à un besoin de liquidités (Harris et al, 1982). La variable est mesurée par le ratio : Actif circulant/Actif total, le ratio de liquidité immédiate : Disponibilités / Passif courant ou Disponibles / Dettes à CT.

- Le levier financier : un faible levier financier ou un faible ratio d'endettement serait le signe d'une capacité d'endettement non utilisée, ce qui peut attirer un acquéreur potentiel qui maximiserait cette capacité. Toutefois, un endettement important aura tendance à dissuader l'acquisition d'une entreprise, car l'acquéreur va devoir faire face aux dettes de l'entreprise cible, ainsi certaines théories voient dans l'endettement une mesure défensive contre les OPA/E (Novaes, Zingales, 1995 ; Novaes, 2002). Le levier financier semble pouvoir discriminer les firmes cibles des non cibles, puisque ces dernières, pour maximiser leur croissance (en terme

patrimonial), doivent avoir davantage recours à l'endettement que les autres. La variable est mesuré par les ratios Dettes LT/Fonds Propres et Dettes LT/ Actif Total.

Hypothèse 3 - Les entreprises qui ont un déséquilibre entre les ressources disponibles et les opportunités de croissance auront une probabilité plus élevée de faire l'objet d'OPA/E.

Pour tester cette motivation argumentée par le déséquilibre croissance-ressources. Une variable muette, proposée initialement par Palepu (1986) et largement utilisée dans les études (Ambrose, Megginson, 1992 ; Alcalde, Espitia, 2003), a été définie. Cette variable prend la valeur 1 pour une combinaison d'un fort endettement, d'une faible liquidité et d'une forte croissance ou bien un faible endettement, une forte liquidité et une faible croissance, et la valeur 0 pour les autres combinaisons. La variable est considérée comme élevée si sa valeur pour une entreprise est plus importante que la moyenne de la population, sinon, elle est considérée comme faible.

La sous-évaluation de la firme cible : Pour Marris (1964), une principale motivation des OPA/E est la recherche d'actifs sous-évalués par le marché. Selon cette hypothèse, les entreprises qui ont une valeur de marché inférieure à la valeur réelle ont plus de probabilité de faire l'objet d'une OPA/E du fait que leur prix d'acquisition serait plus faible que leur juste valeur. Aussi, les entreprises qui ont une valeur de marché supérieure à leur valeur réelle peuvent initier une offre publique et plus particulièrement une OPE puisque le paiement se fera par échange d'actions. L'entreprise acquéreuse peut bénéficier de la sur-évaluation de ses actions pour entamer une prise de contrôle à bon prix. Ainsi, pour une firme qui désire intégrer un secteur, l'acquisition d'une firme sous-évaluée est une alternative intéressante d'un point de vue financier (Hasbrouck, 1985). Cette sous-évaluation peut s'expliquer par l'efficience du marché financier qui sous-évalue systématiquement les entreprises mal gérées (Scherer, 1988). Les résultats de certaines études sont en conformité avec les hypothèses de Marris (Bartley, Boardman, 1986), d'autres études ont montré que le ratio d'évaluation n'a pas d'effet significatif sur la probabilité qu'une firme soit la cible d'une OPA/E (Berger et Ofek, 1996 ; Powell, 1997 ; Barnes, 1999). Cette variable est mesurée par le ratio Marris : Capitalisation boursière / valeur comptable des fonds propres. Les firmes qui présentent une faible capitalisation boursière par rapport à la valeur comptable de leurs fonds propres constituent des cibles privilégiées.

Hypothèse 4- *Les entreprises qui ont un ratio d'évaluation inférieure à celui des entreprises opérant dans le même secteur et ayant des caractéristiques similaires auront une probabilité plus élevée de faire l'objet d'une OPA/E.*

La distribution de dividendes : Cette variable est justifiée par l'hypothèse qu'une distribution importante de dividendes peut empêcher une entreprise de bénéficier de toutes les opportunités d'investissement qui se présentent, et signifie aussi que l'entreprise privilégie son actionnariat au détriment de son avenir. Ceci peut conduire à une baisse de ses cash-flows à long terme, et à une augmentation du risque d'OPA/E. Pour d'autres auteurs, un faible taux de distribution de dividendes augmente la probabilité d'acquisition de l'entreprise (Dumontier, Brunet et Souton, 1989 ; Walter, 1994). Ce critère de distribution de dividende nous renvoie à la théorie de l'agence. En effet, si la gestion de la firme est efficiente, ce cash flow devrait être attribué aux actionnaires. En revanche, le paiement de dividendes aux actionnaires réduit les ressources contrôlées par les dirigeants, et par conséquent leur pouvoir. Pour tester cette hypothèse, il est supposé qu'un taux faible de distribution de dividendes augmente la probabilité qu'une entreprise fasse l'objet d'une acquisition. Et pour mesurer cette variable, le ratio : Dividendes / Bénéfice net, a été retenu.

Hypothèse 5- *Les entreprises qui distribuent moins de dividendes que des entreprises opérant dans le même secteur et ayant des caractéristiques similaires auront une probabilité plus élevée de faire l'objet d'OPA/E.*

L'exploitation du free cash-flow : Le free cash-flow est le flux de liquidité à disposition de l'entreprise après financement des projets à valeur actuelle nette positive. La présence du FCF dans l'entreprise peut expliquer les OPA/E (Jensen, 1986). En effet, une OPA/E illustre un problème d'agence dans la mesure où une entreprise riche en liquidité excédentaire pourrait mal exploiter ses fonds dans des acquisitions non rentables par exemple, au détriment de ses actionnaires. Aussi, certains dirigeants auront tendance à investir dans des projets d'investissements pour le seul but d'accroître la taille de l'entreprise et optimiser ainsi leur rémunération. Ce comportement crée un problème d'agence entre ses dirigeants et leurs actionnaires, et prépare le terrain à une éventuelle OPA/E. La théorie suppose que les entreprises les plus susceptibles de subir une OPA/E sont celles qui accumulent de large free cash-flow qui

ne profitent pas à leurs actionnaires. Jensen (1986) rapporte aussi que les entreprises qui retiennent les FCF réduisent le recours aux sources de financement externe et de ce fait évitent leur contrôle. Ainsi, pour éviter l'investissement destructeur de valeur, les stratégies d'acquisition représentent des outils permettant aux actionnaires de discipliner les dirigeants et de résoudre les problèmes dus à l'asymétrie d'information. Cette théorie a reçu un support empirique de la part de certains auteurs (Palepu, 1986 ; Lehn et Poulsen, 1989). Concernant la mesure de cette variable, nous avons retenu le ratio : Free cash flow / Actif Total.

Hypothèse 6- *Les entreprises qui sont plus riches en free cash-flow que les entreprises opérant dans le même secteur et ayant des caractéristiques similaires auront une probabilité plus élevée de faire l'objet d'une OPA/E.*

La structure d'actionariat : Selon les études empiriques précédentes, le degré de concentration de la structure d'actionariat d'une firme influence sa probabilité d'acquisition (Grossman et Hart (1980)). Lorsque la structure d'actionariat est concentrée, l'entreprise acquéreuse peut négocier individuellement avec les principaux actionnaires de la firme cible, ce qui augmente la probabilité d'acquisition de cette dernière. Grossman et Hart (1980) rapportent qu'une firme cible avec une structure d'actionariat très dispersée serait confrontée au problème du « passager clandestin ». En effet, l'actionnaire de la firme convoitée avec sa part de capital limitée, estime que sa décision est sans influence sur la réussite de l'opération et préfère garder ses titres s'il anticipe un gain provenant d'une appréciation du prix offert dans le cadre de l'offre publique. Cela freine la décision d'un acquéreur de lancer son offre car il serait obligé d'offrir une prime conséquente. Pour mesurer le degré de concentration de l'actionariat, nous avons retenu comme variable la somme des parts détenues directement et supérieures à 5% du capital.

Hypothèse 7- *Les entreprises qui ont une structure d'actionariat plus concentrée que les entreprises opérant dans le même secteur et ayant des caractéristiques similaires auront une probabilité plus élevée de faire l'objet d'une OPA/E.*

Les opportunités de croissance : De façon générale, une opportunité de croissance s'analyse comme une option sur des investissements rentables à venir. Kester (1984) considère que l'opportunité d'investir dans des actifs productifs (une usine ou un nom de marque) est similaire à une option d'achat sur des actifs réels. Cette opportunité constitue une option de croissance qui

permet de valoriser l'augmentation de la capacité de production, la mise au point d'un nouveau produit, le renouvellement de projets ainsi que la prise de contrôle d'autres firmes (Kester, 1984, Gaver et Gaver, 1993). Les OPA/E peuvent être motivées par des opportunités de croissance dont dispose une firme cible. L'utilisation de cette variable est justifiée par l'hypothèse selon laquelle les firmes qui présentent des opportunités de croissance importantes et qu'elles ne les traduisent pas par un investissement, constituent des cibles privilégiées, puisque l'acquisition profiterait à l'entreprise initiatrice qui bénéficiera de ces opportunités d'investissements.

L'évaluation des opportunités de croissance est difficile car elles sont inobservables et non informées dans les états financiers. Pour Gaver et Gaver (1993), l'activité R&D est synonyme de bonnes opportunités de croissance. De même, Skinner (1993) voit que les dépenses en R&D sont largement discrétionnaires et résultent le plus souvent en l'acquisition de nouvelles opportunités d'investissement. En effet, les firmes qui investissent plus en R&D acquièrent plus d'opportunités d'investissement que les firmes qui investissent moins. Pour cette étude, la variable investissement en R&D sera retenue pour mesurer les opportunités de croissances. Selon Nash, Netter et Poulsen (2003), on peut mesurer les opportunités de croissance en rapportant les dépenses en R&D à la valeur comptable des actifs, comme ont fait Gaver et Gaver (1993) ; ou encore en rapportant les dépenses en R&D aux ventes (Gilson, 1997). Pour mesurer cette variable, le ratio : Dépenses en R&D/Valeur comptable des actifs est retenu.

Hypothèse 8- *Les entreprises qui sont riches en opportunités de croissance que les entreprises opérant dans le même secteur et ayant des caractéristiques similaires auront une probabilité plus élevée de faire l'objet d'une OPA/E.*

Les troubles (ou chocs) sectoriels : Cette dernière hypothèse mesure le choc sectoriel. En effet, Les OPA/E se déroulent le plus souvent par vagues, qui affectent en priorité certains secteurs d'activité. Reflétant la mondialisation croissante des économies et la déréglementation des marchés, ces vagues ont pour déterminants plusieurs séries de facteurs parmi lesquels : les innovations technologiques et financières, la conjoncture économique et boursière, l'évolution des modes de gouvernance des entreprises, et les politiques publiques (Coutinet & Sagot-Duvaurox, 2003). Les innovations technologiques sont à l'origine de nouveaux secteurs d'activité qui sont arrivés à maturité et par conséquent se concentrent, c'est pour cette raison que

les vagues de F&A touchent différemment les secteurs d'activité (Andrade & al, 2001). Les chocs technologiques imposent donc aux entreprises d'importantes restructurations. Ainsi, une entreprise appartenant à un secteur d'activité mouvant et soumis à des changements violents d'ordre technologiques, structurels ou environnementaux, a plus de probabilité de faire l'objet d'une OPA/E (Dumontier, Brunet et Souton, 1989). Cette hypothèse est mesurée par une variable muette qui prend la valeur 1 lorsque l'offre publique a lieu dans un secteur qui a connu une OPA/E pendant les 12 derniers mois, et 0 sinon.

Hypothèse 9- *Les entreprises qui appartiennent à des secteurs qui ont connu une OPA/E dans les 12 derniers mois, ont plus de probabilité de faire l'objet de prise de contrôle.*

Le tableau 1, voir les annexes, résume l'ensemble des hypothèses, avec les variables de mesure ainsi que le signe attendu.

2.2 Echantillon et méthodologie

Les informations sur les opérations de F&A proviennent de la banque de données : « Thomson One Banker-Deals », et de la base « SDC Platinum ». Nous avons recensé 64 entreprises françaises acquises sur la période 2001-2007, quelque soit le caractère de l'opération : hostile ou amical. Les entreprises du secteur financier ont été exclues. Ce choix assure que les différentes interprétations de plusieurs ratios financiers des banques, des assurances ou des sociétés financières ne biaisent les résultats. Ont été aussi exclues les entreprises dont certaines données comptables et financières n'étaient pas disponibles, et celles pour lesquelles nous n'avons pas pu déterminer une entreprise de contrôle³. L'échantillon final est désormais composé de 48 entreprises cibles d'OPA/E. Notre étude se focalise sur les grandes entreprises afin d'avoir des résultats plus significatifs. Seules les opérations de plus de 100 millions d'USD ont par ailleurs été retenues (Goergen et Renneboog, 2004 ; Brar, Giamourdis et Liodakis, 2006). Palepu (1992) indique que le critère de la taille est important, car plus l'entreprise est grande et moins elle aura de chance de se faire absorber. Les tests empiriques exigent des données supplémentaires, un

³ Il s'agit d'une entreprise similaire en terme d'activité et de taille, et qui n'a pas été concernée par une opération de prise de contrôle. Il sera procédé par la suite à la comparaison des caractéristiques financières des entreprises cibles avec celles de contrôle.

échantillon composé des entreprises françaises qui n'ont pas reçu d'offres publiques pendant la période 2001-2007. C'est la technique du pairage, une procédure utilisée afin de mettre en évidence les différences des entreprises cibles par rapport à des entreprises comparables n'ayant pas participé à des OPA/E (firmes de référence ou de contrôle). Ces entreprises de contrôle appartiennent au même secteur d'activité que les firmes cibles, avec une taille (mesurée par le Total actif) proche de celles des entreprises acquises. Lorsque plusieurs entreprises comparables sont repérées, on a choisi celle qui présente une taille plus proche de celle de la firme cible. Ainsi, un deuxième échantillon de 48 entreprises de contrôle a été composé.

Concernant l'analyse des données, elle est réalisée en deux temps : d'abord, une analyse univariée (les firmes cibles sont comparées avec des entreprises de contrôles qui n'ont pas été acquises). L'hypothèse à tester, qu'on cherche à rejeter, est que les différences entre les deux catégories d'entreprises sont nulles, avec comme hypothèse alternative l'existence de différences. Le test de comparaison des échantillons appariés à utiliser est un test non paramétrique du fait que la distribution des variables comptables et financières de notre échantillon ne suit pas une loi normale. La deuxième analyse à effectuer est une analyse Logit multivariée afin de déterminer les modèles et en déduire ainsi les motivations implicites des entreprises acquéreuses. Il convient aussi de souligner que les modèles de régression élaborés dans les récentes études relatives au sujet sont des régressions Logit (Sorensen, 2000 ; Alcalde et Espitia, 2003 ; Tsagkanos, Georgopoulos et Siriopoulos, 2006 ; Brar, Giamourdis et Liodakis, 2009). Cette méthode d'analyse multivariée est appropriée dans la mesure où la variable dépendante est de nature dichotomique (la firme est acquise ou non-acquise). La régression Logit est plus puissante que l'analyse discriminante en matière de différenciation des firmes appartenant à différents groupes. En effet, la normalité des données ainsi que l'égalité des matrices de dispersion des groupes sont exigées lors de l'analyse discriminante. Ces deux conditions sont par contre beaucoup moins critiques dans les régressions Logit.

Ainsi, le modèle de régression Logit défini est : $P(i) = 1 / [1 + e^{-\beta x(i)}]$

Avec : $P(i)$ est la probabilité qu'une entreprise i soit la cible d'une OPA/E

β est le vecteur des paramètres inconnus associé au vecteur x

$x(i)$ est le vecteur des attributs mesurés pour l'entreprise i

3. Résultats et Discussion

Les tests empiriques, Test de *Wilcoxon-Mann-Withney* et la régression Logistique, ont été effectués sur les données à un an avant l'acquisition, à deux ans, à trois ans, et enfin sur la moyenne de trois ans avant l'acquisition. Les résultats des analyses univariées et multivariées permettent de distinguer les firmes cibles des entreprises de contrôle.

3.1 Analyse univariée

Le tableau 2, ci-après, expose les résultats du test de *Wilcoxon*. Nous rapportons ci-dessous uniquement les variables qui sont significatives au moins sur une période (1 an, 2 ans ou 3 ans avant l'acquisition). Les autres variables, qui ont été testées et n'affichent pas de différence significative, ne seront pas reportées sur le tableau.

Tableau 2 : Résultats des analyses univariées

	1an avant l'acquisition	2 ans avant	3 ans avant	Moyenne sur 3 ans avant
LNAT	- 0,38 (-1,45) **	- 0,29 (-1,68) **	- 0,27 (-1,50) **	- 0,38 (-1,86) **
DESQ1	0,68 (7,37) ***	0,66 (8,50) ***	0,66 (5,94) ***	0,70 (7,40) ***
DESQ2	0,82 (8,54) ***	0,75 (7,45) ***	0,69 (6,53) ***	0,75 (6,95) ***
LGEN	- 0,17 (-3,5) **	- 0,18 (-1,28) **	- 0,15 (-3,06) **	- 0,17 (-1,81) **
DLT	- 2,05 (-2,15) **	- 4,75 (-1,90) **	N.S	N.S
OCRO	2,50 (1,28) **	2,97 (1,55) **	N.S	N.S
EVA	-69,50 (-1,50) **	- 70,55 (-3,29) **	-63,77 (-3,09) **	- 35,75 (-1,26)*

*** p < 0.01, ** p < 0.05, * p < 0.1, N.S (non significatif)

Selon ces premiers résultats, plusieurs variables permettraient de discriminer les firmes cibles d'OPA/E par rapport aux firmes de contrôle. En effet, les entreprises cibles sont caractérisées par une taille relativement inférieure comme le montre la variable *LNAT*, négative est significative sur les trois années avant l'acquisition, ce qui soutient l'hypothèse relative aux coûts de transaction supportés par l'acquéreur. Les entreprises cibles manifestent aussi un déséquilibre entre la croissance et les ressources tel qu'on témoigne les ratios *DESQ1* et *DESQ2*, positifs et significatifs sur les trois années. Ce décalage entre les ressources et la croissance de ces firmes

s'accroît de 3 à un an avant l'acquisition. Cette situation implique un problème de sur-investissement ou de sous-investissement chez ces firmes cibles. En effet, elles pourraient disposer des liquidités mais n'investissent pas ou bien elles ont des opportunités d'investissement et manquent de ressources financières. Dans les deux cas de figure, ces entreprises constituent des cibles privilégiées des acquéreurs potentiels. On note aussi que la variable *LGEN* est négative et significative sur les différentes périodes, les firmes cibles sont moins riches en liquidités que leurs entreprises de contrôle. Ce constat confirme l'hypothèse de sous-investissement évoquée précédemment. Les firmes cibles disposent des opportunités d'investissement et manquent de liquidités. Ainsi, un levier financier important est observé chez les cibles à un et deux ans avant leur acquisition. L'entreprise n'optimise pas sa capacité d'endettement, ce qui peut séduire un acquéreur potentiel pour maximiser cette capacité d'endettement et optimiser ainsi son coût de capital. Plus l'endettement est faible, plus la probabilité de cette entreprise, de faire l'objet d'une OPA/E, est importante. Concernant la valeur des opportunités de croissance, elle est plus élevée chez les firmes cibles, par rapport à leurs entreprises de contrôle, tel qu'en témoigne le ratio *OCRO* positif et significatif à 1 et 2 ans avant l'acquisition. Les firmes cibles disposent des opportunités de croissance importantes, mais ne les traduisent pas par un investissement. Ce résultat est confirmé aussi par le constat sur le manque de liquidités. Les firmes cibles font alors l'objet d'une OPA/E déclenchée par des acquéreurs qui disposent des moyens de financement, et capables de traduire ces opportunités d'investissement en projets rentables. Au niveau de la performance économique, on observe que les firmes cibles détruisent de la valeur par rapport à leurs firmes de contrôle. La variable *EVA* est négative et significative à 1, 2 et 3 ans avant l'acquisition ainsi que pour la moyenne sur les trois périodes. Cela signifie que les firmes qui font l'objet d'une OPA/E, sont moins performantes que leurs entreprises de contrôle. Ce constat fait référence à la théorie de l'agence dans la mesure où les dirigeants des firmes cibles ne sont pas capables d'améliorer la rentabilité économique, et créent ainsi un problème d'agence au sein de ces entreprises. Les OPA sont interprétées, dans ce cas, comme instrument disciplinaire vis-à-vis de l'équipe dirigeante.

Pour le reste des variables, nous n'avons pas pu tirer des conclusions car il n'existe pas de différences statistiquement significatives entre les firmes cibles et leurs paires. L'ensemble de ces observations issues de l'analyse univariée confortent l'hypothèse du rôle disciplinaire des OPA/E

en France (Grand, 1991 ; Caby, 1994). l'hypothèse relative à l'exploitation de la capacité d'endettement d'une firme cible (Zwiebel, 1996 ; Novaes, 2002), et enfin celle de la recherche de synergie ou de complémentarité entre une firme cible et son acquéreur (Myers et Majluf, 1984 ; Ambrose et Megginson, 1992).

3.2 Analyse multivariée : Le tableau 3, ci-dessous, affiche les résultats de la régression logistique.

Tableau 3 : Résultats des analyses multivariées

	Modèle T-1			Modèle T-2			Modèle T-3			Modèle Tmoy		
	B	Exp (B)	p.Value	B	Exp (B)	p.Value	B	Exp (B)	p.Value	B	Exp (B)	p.Value
SECT	-14,57	0,000	0,754	-10,56	0,000	0,723	-13,55	0,000	0,860	-15,75	0,000	0,649
DESQ1	3,15	8,122	0,022**	2,09	11,56	0,017**	3,55	15,43	0,009***	5,57	25,25	0,007***
DESQ2	-0,72	0,665	0,825	-0,67	0,713	0,417	-0,90	0,752	0,358	-0,76	0,374	0,653
LGEN	-2,54	0,057	0,011**	-2,531	0,007	0,010**	-5,32	0,010	0,015**	-3,55	0,010	0,040***
DLT	-0,150	0,805	0,012	-0,136	0,953	0,011	-	-	-	0,000	1,000	0,545
OCRO	0,011	1,000	0,10*	3,50	11,45	0,013**	-	-	-	0,001	1,000	0,150
EVA	-0,001	0,877	0,10*	-0,080	0,700	0,080*	-0,001	0,885	0,10*	-0,135	0,85	0,070*
Cste	29,32	63,19	0,715	24,05	65,61	0,850	27,31	32,40	0,785	20,75	20,45	0,885
Khi-deux	48,92***			49,34***			48,65***			61,07***		
% Class-Correct	83%			86,4%			84,4%			89,4%		
R ² -Nag	0,753			0,693			0,726			0,796		

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

L'analyse *Logit* a été appliquée sur les différentes périodes avant l'acquisition afin de détecter les variables qui font qu'une entreprise soit cible d'une prise de contrôle. D'après le tableau 3, les variables mesurant la distorsion croissance-ressources, la liquidité, les opportunités de croissance et la création de valeur sont des déterminants importants de la probabilité qu'une entreprise devienne une cible de prise de contrôle. En effet, la régression multivariée indique que l'effet de la distorsion croissance-ressources (*DESQ1*) demeure significatif au seuil $\alpha = 5\%$ sur les périodes T1 et T2, et au seuil $\alpha = 1\%$ en T3 et T-moy. Cette variable est positivement associée à la probabilité d'acquisition. Une distorsion importante augmente la probabilité d'acquisition d'une entreprise. La variable *LGEN* a un effet statistiquement significatif au seuil $\alpha = 5\%$ sur toutes les périodes. Elle est négativement associée à la probabilité d'acquisition. Plus le niveau de liquidité d'une entreprise est faible, plus sa probabilité d'acquisition est grande. Concernant les hypothèses relatives à la création de valeur et aux opportunités de croissance, l'analyse

multivariée confirme l'impact de ces deux variables sur l'acquisition d'une entreprise. La variable *OCRO* est statistiquement significative au seuil de $\alpha = 10\%$ en T1 et de $\alpha = 5\%$ en T2. Elle est positivement associée à la probabilité d'acquisition. En effet, Les firmes qui sont riches en opportunités de croissance ont plus de chance de faire l'objet d'une acquisition que les autres entreprises de référence. La variable qui mesure la création de valeur « *EVA* » est statistiquement significative au seuil de $\alpha = 10\%$ en T1, T2, T3 et T-moy, et négativement associée à la probabilité d'acquisition. L'entreprise qui détruit de la valeur a plus de chance de faire l'objet d'une acquisition.

En revanche, les autres variables qui ont montré des différences significatives au niveau de l'analyse univariée sont infirmées par l'analyse multivariée. L'endettement, le choc sectoriel, et la taille de la firme n'influencent pas significativement sa probabilité d'acquisition. Les entreprises qui sont endettées, ayant une taille faible et appartenant à des secteurs d'activité mouvants et soumis à des changements d'ordre technologique et structurel ne constituent pas nécessairement des cibles de prise de contrôle.

L'ensemble de ces résultats, tirés des analyses univariée et multivariée, confirme plusieurs hypothèses. Tout d'abord, l'hypothèse relative au rôle disciplinaire des OPA/E, à travers le remplaçant des dirigeants inefficaces par une nouvelle équipe dirigeante, plus performante et capable de créer de la valeur pour les actionnaires (Palepu, 1986; Grand, 1991 ; Caby, 1994 ; Allani, 2005). Le constat sur l'endettement des firmes acquises permet de confirmer l'hypothèse selon laquelle les OPA/E sont motivées par la volonté d'exploiter la capacité d'endettement non utilisée de l'entreprise cible, dans le but de financer des projets futurs. L'endettement est considéré, dans ce cas, comme une mesure défensive contre les OPA/E (Novaes et Zingales, 1995 ; Zwiebel, 1996 ; Novaes, 2002). La détention des opportunités de croissance, et le niveau faible des liquidités des firmes cibles valident l'hypothèse de la recherche de complémentarité ou de synergie entre l'acquéreur et la cible, confirmé par la différence significative en terme de déséquilibre croissance-ressources, entre les firmes acquises et non acquises (Myers et Majluf, 1984 ; Ambrose et Megginson, 1992).

CONCLUSION

Cette étude s'est focalisée sur la détermination des caractéristiques financières des firmes acquises en les comparant à des entreprises de même secteur d'activité, d'une taille plus proche, et qui n'ont pas été acquises, dans le but de comprendre pourquoi les acquéreurs choisissent ces entreprises plutôt que d'autres. Les résultats permettent d'approfondir les connaissances sur les OPA/E en France. Notre recherche concerne la dernière vague observée sur le marché des prises de contrôle avant la crise du 2008 et définie sur la période 2001-2007, une période non couverte par des études empiriques en la matière. D'après les résultats des analyses univariées et multivariées, les firmes cibles sont plus déséquilibrées en terme de croissance-ressources et moins riches en liquidité que leurs entreprises de référence. Elles disposent aussi d'un levier financier et des opportunités de croissance plus importants en comparaison aux firmes de référence, enfin ces firmes cibles ne sont pas performantes et détruisent même de la valeur. L'acquisition des firmes françaises durant la période d'étude est alors motivée par la volonté des acquéreurs de profiter des opportunités de croissance de ces entreprises, de maximiser leur capacité d'endettement, et de réaliser des synergies. Nos résultats confortent l'hypothèse du rôle disciplinaire des OPA/E (Palepu, 1986; Grand, 1991 ; Caby, 1994), l'hypothèse relative à l'exploitation de la capacité d'endettement d'une firme cible (Novaes et Zingales, 1995 ; Zwiebel, 1996 ; Novaes, 2002), et enfin celle de la recherche de synergie ou de complémentarité entre une firme cible et son acquéreur (Myers et Majluf, 1984 ; Ambrose et Megginson, 1992).

Les travaux empiriques concernant le profil des firmes cibles d'OPA/E sont plus nombreuses au niveau des marchés anglo-saxons. En revanche, si l'on prend le cas de l'Europe, seule l'étude de Brar, Giamourdis, et Liodakis (2009) a été recensée et qui analyse des caractéristiques des firmes cibles appartenant à plusieurs pays européens. Ainsi, dans la mesure où une étude de ce genre ne peut permettre, à elle seule, de mettre en évidence les particularités des entreprises européennes cibles d'OPA/E, une étude similaire semble être prometteuse pour combler ce manque en testant d'autres hypothèses pouvant expliquer l'occurrence des OPA/E en Europe et déduire par la suite la particularité des firmes cibles européennes.

Annexes : Tableau 1 : Théories de prise de contrôle, variables utilisées et signe attendu

Théories	Variables	Code	Signe attendu	
La taille de la firme	<ul style="list-style-type: none"> Log Actif Total Log Chiffre d'affaires 	LNAT LNCA	-	
La performance de l'entreprise	<ul style="list-style-type: none"> Rentabilité économique = EBE / CAPEX Rentabilité financière = Résultat Net / Fonds propres Marge d'exploitation = Résultat d'exploitation / Chiffre d'affaires Ratio d'activité = Chiffre d'affaires HT/Actif Total EVA = NOPAT - Capital x Coût du Capital 	RECO RFIN MEXP ACTV EVA	-	
La distorsion croissance-ressources	Croissance	Taux de croissance du CA	CRO	+
	Liquidité	<ul style="list-style-type: none"> Liquidité immédiate = Disponibilités/ Dettes à CT Liquidité générale = Actif Circulant / Actif Total 	LIMM LGEN	+
	Endettement	<ul style="list-style-type: none"> Dettes financières à LT / Fonds Propres Dettes financières / Actif Total 	DLT DAT	-
	Variable muette d'une valeur 1 pour les entreprises avec une combinaison d'un fort endettement, d'une faible liquidité et d'une forte croissance ou d'un faible endettement d'une forte liquidité et d'une faible croissance, et la valeur 0 pour les autres combinaisons.		DESQ1	+
	Variable muette d'une valeur 1 pour les entreprises ayant un faible free cash-flow et une forte croissance ou un fort free cash-flow et une faible croissance, et la valeur 0 pour les autres combinaisons.		DESQ2	+
La sous-évaluation de La firme	<ul style="list-style-type: none"> Market-to-book = Capitalisation Boursière / Fonds Propres PER = Cours / Bénéfice net par action 	MTB PER	-	
La distribution des Dividendes	<ul style="list-style-type: none"> Dividendes = Dividendes / Bénéfice Net 	DIV	-	
L'exploitation du free cash-flow	<ul style="list-style-type: none"> Free cash-flow = free cash flow / Actif total 	FCF	+	
La structure d'actionariat	La somme des parts supérieures à 5% du capital	CONCT	+	
Les opportunités de croissance	<ul style="list-style-type: none"> Opportunités de croissance = Dépenses en R&D / Valeur comptable des actifs 	OCRO	+	
Les troubles sectoriels	<ul style="list-style-type: none"> Une variable muette qui prend la valeur 1 lorsque l'offre publique a lieu dans un secteur qui a connu une OPA/E pendant les 12 derniers mois et 0 sinon. 	SECT	+	

BIBLIOGRAPHIE

- Andrade Gregor, Mitchell Mark, Stafford Eric. New evidence and perspectives on mergers. *Journal of Economic Perspectives*, 2001, Vol 15, n°2, Spring, p.103-120.
- Alcalde N, Espitia M. The Characteristics of Takeover Targets : The Spanish Experience 1991-1997. *Journal of Management and Governance*, 2003, 7, p.1-26.
- Allani Ghassen. Les motivations des prises de contrôle : Le cas des acquisitions par offre publique en France. Thèse de doctorat, 2005, Université de Pierre Mendès-France.
- Barnes Paul. The identification of UK takeover targets using published historical cost accounting data. Some empirical evidence comparing logit with linear discriminant analysis and raw financial ratios with industry-relative ratios. *International Review of Financial Analysis*, 2000, 9 : 2, p.147-162.
- Bartley J.W et Boardman C.M. Replacement-cost-adjusted valuation ratio as a discriminator among takeover target and nontarget firms. *Journal of Economics and Business*, 1986, Vol 38, pp. 41-55.
- Belze Loic. La stratégie de défense anti-opa/e comme outil de discrimination des cibles d'offres publiques », AFFI, 2000, Juin.
- Boubaker Saber, Hamza Taher. Les cibles de prises de contrôle en France : caractéristiques et probabilité d'acquisition. *La revue Gestion* 2000, 2014, Volume 31, 6.
- Brar Gurvinder, Giamourdis Daniel, Liodakis Manolis. Predicting European takeover targets. *European Financial Management*, 2009, vol. 15, n°2, pp.430-450.
- Caby Jérôme. Motivations et efficacités des offres publiques d'achat et d'échange en France (1970-1990). Thèse doctorat, 1994, Université Nancy 2,
- Chapman D.R., et Judor C.W. Inflation, control-type and vulnerablilty to takeover. *Oxford Economic Papers*, 1987, n°39, pp. 500-515.
- Cudd M, Duggal R. Industry Distributional Characteristics of Financial Ratios: an Acquisition Theory Application. *The Financial Review*, 2000, 41, p.105-120.
- Dietrich, J. K et E. Sorensen. An application of logit analysis to prediction of merger targets. *Journal of Business Research*, 1984, 12, p.393-402.
- Dumontier Pascal, Brunet J-M, Souton M. Les caractéristiques financières des sociétés françaises acquises par offre publique. *Economies et Sociétés*, 1989, n°14, p.107-28.
- Eddey P H. Corporate raider and takeover targets. *Journal of business finance and accounting*, 1999, Vol 18, p. 151, janvier.
- Espahbodi H, Espahbodi P. Binary choice models and corporate takeover. *Journal of Banking and Finance*, 2003, 27, p.549-574.
- Gaver J, Gaver K. Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend and compensation policies. *Journal of Accounting and Economics*, 1993, 16, p. 125-160.
- Gilson S C. Transactions costs and capital structure choice : evidence from financially-distressed firms. *Journal of Finance*, 1997, 52, p.161- 196.
- Grand Bertrand. Les OPA hostiles en France. *Revue française de gestion*, 1991, janvier-février, p.5-20
- Grossman S J et Hart O D. Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation. *The Bell Journal of Economics*, 1980, Vol. 11, 1, p. 42-64

Guillou, M. et Grolier J. Les caractéristiques financières des sociétés engagées dans des OPA : Un essai méthodologique. *Revue de science financière*, 1976, octobre, p. 943-963.

Hasbrouck Joel. The characteristics of takeover targets : Q and other measures. *Journal of Banking and Finance*, 1985, 9, p. 351-362.

Jensen M C, Meckling W H. Theory of firm: Managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3, p.305-360.

Kester C. Today's options for tomorrow's Growth. *Harvard Business Review*, 1984, March-April, p.153-160.

Le Corveller Bertrand. 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*, 1992, 33, Université de Rennes, Mars.

Levine P, Aaronovitch S. The Financial Characteristics of Firms and Theories of Merger Activity. *Journal of Industrial Economics*, 1981, December, n°2, pp. 149-172.

Manne H G. Mergers and the market for corporate control. *Journal of Political Economy*, 1965, 73, p.110-120.

Meador A, Church P, Rayburn L. Development of Prediction Models for Horizontal and Vertical Mergers. *Journal of Finance and Strategic Decisions*, 1996, Vol 9, n°1, pp. 11-23.

Morck R, Shleifer A, Vishny R. Carcteristics of targets of hostile and friendly takeovers. in Auerbach A. (dir), *Corporate Takeovers : Causes and consequences*, Chicago, University of Chicago Press, 1998.

Myers S C, Majluf N S. Corporate financing and investment decisions when firms have informations that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 1984, juin, p.187-211.

Novaes W. Managerial Turnover and Leverage Under a Takeover Threat. *Journal of Finance*, 2002, Vol 57, p. 2619-2650.

Novaes W, Zingales L. Capital structure choice when managers are in control: Entrenchment versus efficiency. *National bureau of economic research working paper*, 1995, n° 5384, Decembre.

Nguyen V T. Facteurs et Performances des prises de contrôle : Le cas de France (1987-2004). Thèse doctorat, Université de Paris Dauphine, 2005, CEREG.

Ouzounis G., Gaganis Ch. et Zopounidis C. Predicting of acquisitions and portfolio returns. *International Journal of Banking, Accounting and Finance*, 2009, vol.1,no.4, pp. 381-406

Palepu K G. Predicting Takeover Targets : A Methodological and Empirical Analysis. *Journal of Accounting and Economics*, 1986, 8, p.3-35.

Powell R. Takeover prediction models and portfolio strategies: A multinomial Approach. *Multinational Finance Journal*, 2004, Vol 8, pp. 35-74.

Sorenson D E. Characteristics of merging firms. *Journal of economics and business*, 2000, Vol 52, p. 423-433.

Tsagkanos A, Georgopoulos A, Siriopoulos C. Does the “ Market for corporate control ” hypothesis explain takeover targets ?. *Applied Economics Letters*, 2006, 13, pp. 557-561.

Tzoannos J, Samuels J.M. Mergers and takeovers : The financial characteristics of companies involved. *Journal of business finance*, 1972, 4, 5-16.

Walter Richard M. The usefulness of current cost information for identifying takeover targets and earning above-average stock returns. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 1994, 9, p.349-377.