



Désengagements et recentrages en France : 1986-1992

Frédéric Perdreau

► To cite this version:

Frédéric Perdreau. Désengagements et recentrages en France : 1986-1992. Finance Contrôle Stratégie, 1998, 1 (2), pp.137-165. halshs-00520594

HAL Id: halshs-00520594

<https://shs.hal.science/halshs-00520594>

Submitted on 24 Sep 2010

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.

DESENGAGEMENTS ET RECENTRAGE EN FRANCE 1986-1992.

Frédéric PERDREAU
IGR-IAE, 11 Rue Jean Macé, 35700 Rennes
Tél : 02-99-31-41-64
e-mail :

Résumé : Dans un premier temps, la spécificité des trajectoires de recentrage par désengagements est mise en évidence par une mesure quantitative de la diversité des activités de grandes firmes industrielles françaises. La performance de ces opérations est ensuite étudiée à travers deux perspectives complémentaires : l'amélioration de la profitabilité et l'instauration de nouveaux rapports entre actionnaires et dirigeants.

Mots clés : Recentrage, restructurations, désengagements, synergies, performance.

Abstract : We first show the feature of french industrial focus through divestments by computing indexes of business diversity. Then we study the performance of this divestments in two linked ways : the profitability for the shareholders and the new relationships they contribute to establish between shareholders and CEOs.

Key-words : Corporate focus, corporate restructurations, divestments, selloffs, performance.

Introduction

Après le grand mouvement de diversification des années 60 et 70, le recentrage est apparu, au cours des années 80, comme le nouveau mot d'ordre des stratèges et analystes financiers. Ce phénomène s'est traduit par d'intenses restructurations¹, en particulier des désengagements dont on estime que le nombre représente environ 10% du total des restructurations durant cette période (Armand Derhy, 1995), ce chiffre augmentant au début de la décennie 90, jusqu'en 1993.

Cet article étudie l'impact de ces opérations de désengagement (ventes importantes d'actifs entre firmes) sur le niveau de diversification et sur la performance des firmes concernées, des hypothèses sont proposées et testées quant aux sources possibles de l'impact positif observé sur la performance.

Dans un premier temps, nous passons en revue les explications qu'offrent les théories financières aux opérations de recentrage par désengagement, ceci nous amène à élaborer nos hypothèses concernant l'impact de ces opérations sur la performance (SECTION 1). Ensuite, les sources des données utilisées et la méthodologie suivie sont exposées (SECTION 2). La troisième section étudie l'impact des désengagements sur la performance des firmes, enfin, la section 4 propose un test des hypothèses émises et une interprétation des résultats.

1) Recentrage et théories financières.

1.1 Les arguments de la théorie financière moderne.

La théorie financière moderne, issue de l'approche néoclassique, justifie les opérations d'acquisitions et de désengagements essentiellement en référence à la notion de synergie. Ces synergies peuvent voir le jour dans le cycle d'exploitation de la firme ou dans son cycle de financement.

Les synergies d'exploitation ont un impact direct sur le résultat économique de la firme. Les principales économies attendues de telles opérations sont les économies d'échelle et les économies de variété (economies of scope). Les premières visent à améliorer l'efficacité du processus de production par un effet taille et expérience, les secondes se fondent essentiellement sur un effet taille dont l'objectif est d'accroître le pouvoir de négociation de la firme face à ses fournisseurs (de biens et services et de capitaux) et clients. Un « recentrage » apparaît dès lors compatible avec la recherche de telles économies : il vise la maîtrise d'un processus de production ou d'un marché. Dans ce cadre, le désengagement d'activités périphériques est un moyen de financer le renforcement de l'entreprise dans ses activités ou son marché de base, ou correspond à l'élimination d'éventuelles « synergies négatives ». Cependant, la recherche d'économies de variété ne préfigure pas clairement de la stratégie à suivre : la recherche d'un accès direct au marché des capitaux (fournisseurs de capitaux) nécessite avant tout une taille importante, et non le contrôle d'un marché. La recherche de synergies d'exploitation par désengagement ne donne qu'un éclairage très partiel sur le mouvement de recentrage. On prédit simplement que si de telles synergies sont présentes lors de désengagements, la performance économique de la firme devrait s'en trouver rapidement améliorée.

Les synergies financières se distinguent nettement des précédentes de deux points de vue : l'économie se situe au niveau du taux auquel doivent être actualisés les flux de liquidité (coût du capital), et leur réalisation, si tant est qu'elles existent, plaide a priori en faveur d'une diversification hétérogène. L'idée selon laquelle le rapprochement d'entreprises réaliserait une diversification interne moins coûteuse que la diversification sur le marché par les investisseurs est, même si les marchés ne respectent pas toutes les hypothèses de W. Sharpe (1964) et J. Lintner (1965), depuis longtemps abandonnée. Cependant W. G. Lewellen (1971) avance qu'une fusion peut, dans le cadre de marchés parfaits, se révéler (indirectement) profitable pour ses actionnaires grâce à l'augmentation de la capacité d'endettement qu'elle autorise : si deux firmes dont les cash flows ne sont pas parfaitement corrélés fusionnent, la probabilité de défaut des entreprises jointes est inférieure à celle de chaque firme prise séparément (effet de coassurance). Il en résulte une capacité d'endettement (à taux

¹Fusions, acquisitions, restructurations internes (filialisations), désengagements.

identique) des firmes jointes supérieure à la somme des capacités de chaque firme. L'opération pourrait ainsi se révéler bénéfique pour les actionnaires. Le désengagement d'activités périphériques va donc à l'encontre de cette éventuelle synergie financière.

En résumé, les effets de synergie escomptés jouent soit en faveur, soit contre la forme conglomérale. *Dans ce cadre théorique*, les principales hypothèses testables, étayées par différentes études sur les désengagements, sont reprises dans le tableau 1.

Tableau 1 : Hypothèses testables dans le cadre de la théorie financière moderne.

Hypothèses	Exemples d'études réalisées.	Résultats	Conséquences des désengagements
hypothèses 1 : hypothèse de meilleure allocation des actifs cédés (« fit hypothesis »)	- Kose John et Eli Ofek (1995).	- Les rendements anormaux à l'annonce de la cession sont supérieurs pour les firmes acquéreuses opérant dans le même secteur d'activité que celui de l'activité cédées.	- Création de synergies chez l'acheteur dont tire profit le vendeur.
hypothèse 2 : hypothèse d'élimination de synergies négatives.	- Philip G. Berger et Eli Ofek (1995). - Meyer, P. Milgrom et J. Roberts (1992).	- Destruction de valeur dans les firmes très diversifiées. Problèmes de surinvestissement et de subventionnements croisés dans ces firmes. -Idem (subventionnements croisés)	- Elimination de synergies négatives possible par désengagement.
hypothèse 3 : hypothèse de synergie financière. Plus grande capacité d'endettement des firmes diversifiées.	- Robert Comment et Gregg A. Jarrel (1995)	- Pas de corroboration de cette hypothèse. Capacité d'endettement peu sensible au niveau de diversification.	- Remise en cause de l'hypothèse de synergie financière. Pas d'influence des désengagements sur la capacité d'endettement.

Notons que les études rapportées dans ce tableau ont été réalisées sur des données de la période qui nous intéresse (1980-1990 environ) et qu'elles contribuent à mettre en valeur les avantages possibles que peuvent représenter les désengagements en terme de création de valeur. Cependant d'autres études, souvent réalisées sur une période antérieure (décennies 1960-1970), viennent tempérer ces résultats¹ : les acquisitions non liées sont alors favorablement accueillies par les actionnaires². Par

¹Tant J.G. Matsusaka (1990, 1993) que T. Levitt (1975) ou M. Lubatkin (1987) rapportent que les actionnaires bénéficient plus des diversifications non liées à la fin des années 60 que des diversifications liées. H. Servaes (1996) trouve que le coût de la diversification (pour les actionnaires) s'estompe au cours des années 70.

² Pour un aperçu de ces études, cf. H. Servaes (1996). Ce dernier trouve que le coût de la diversification pour les actionnaires s'estompe au cours des années 70.

ailleurs un grand nombre d'études événementielles sur les désengagements (« spinoffs » et « selloffs ») confirment leur impact positif sur la richesse des actionnaires mais n'offrent pas une hypothèse précise expliquant ce phénomène (cf. C. Cadiou (1990) pour un survey ainsi que P. G. Berger et E. Ofek (1996)).

En définitive, les arguments qu'avance la théorie financière moderne sont loin de donner une explication satisfaisante aux désengagements s'inscrivant dans le mouvement de recentrage. La perspective est considérablement enrichie si, au lieu de rester aux frontières de « l'entreprise à la Cournot » et dans un cadre de marchés parfaits, on intègre dans l'analyse les comportements et intérêts parfois conflictuels des acteurs de la sphère financière de l'entreprise. On se tourne alors vers une conception contractuelle de la firme.

1.2 Intégration des changements environnementaux et contractuels.

En abandonnant l'hypothèse de marchés parfaits et en adoptant une vision contractuelle de l'entreprise, l'interprétation du mouvement de recentrage passe par l'étude des changements intervenus ces dernières décennies dans l'environnement et au sein de l'entreprise. On explique alors le mouvement de recentrage en se référant aux conditions qui ont permis la formation des conglomérats dans les années 60 et 70.

1.2.1 Environnement de la firme et recentrage.

A. Shleifer et R. W. Vishny (1991) proposent deux approches du mouvement de conglomératisation-déconglomératisation. La première est compatible avec une certaine efficience des marchés (efficience à moyen terme n'interdisant pas des erreurs ponctuelles). La diversification tout azimut des années 60-70 et le recentrage des années 80 répondent alors à un même objectif d'efficacité : seuls les changements environnementaux expliquent ce renversement de tendance.

La seconde interprétation, soutenue par les auteurs, considère au contraire qu'en « plébiscitant » les opérations de diversification non liées des années 60¹, les actionnaires se seraient fourvoyés pendant près de 10 ans, puis auraient progressivement « corrigé le tir » au cours des années 80.

A notre point de vue, cette distinction des deux approches ne se justifie pas. A. Shleifer et R. W. Vishny s'attardent peu sur les conjonctures macro-économiques complètement différentes d'une période à l'autre. Les années 70 ont souvent été décrites comme une période charnière où la stagnation de nombreux marchés auparavant en croissance a entraîné la passage d'une concurrence extensive à une concurrence intensive. Parallèlement le début des années 80 marque la fin d'une période inflationniste dans de nombreux pays développés (en France, il faut attendre 1985). Cette politique anti-inflationniste a renchéri le coût du recours à l'emprunt et a pu limiter les capacités d'investissement des firmes, les poussant à désinvestir afin de se procurer des fonds. En outre, ces changements dans l'environnement économique des firmes se sont accompagnés de changements dans leur environnement social : le problème posé par le chômage de masse a pris des proportions considérables. Or ce phénomène n'est pas sans conséquence sur le pouvoir relatif dont disposent les partenaires de la firme dans le choix de l'allocation des ressources. Les salariés et leurs institutions (syndicats) ont vu leur pouvoir de négociation s'affaiblir, tandis que le pouvoir relatif des actionnaires sur le dirigeant se trouvait accru.

En d'autres termes, nous pensons que l'efficience du marché financier n'est pas à remettre en cause dans la mesure où une stratégie efficiente dans un contexte socio-économique ne l'est pas forcément dans un autre. Les conditions macro-économiques ont très vraisemblablement joué un rôle important dans les mouvements de restructurations de la fin des années 80. Mais les objectifs propres des

¹Par « plébiscite », on entend, en référence à l'expression de « vote avec ses pieds », l'accueil favorable que réservent les actionnaires à ces opérations. Morck, Shleifer et Vishny (1990) notent que l'effet sur la rentabilité des acquisitions non liées est nul à la fin des années 70, mais négatif au cours des années 80.

partenaires de l'entreprise doivent aussi être pris en compte car le pouvoir relatif dont ils disposent à un moment influe sur les orientations stratégiques des firmes.

En particulier, l'intérêt propre que peut trouver le dirigeant à favoriser une forme de diversification doit être intégré dans l'analyse. La préférence du dirigeant pour ce type de stratégie peut aller à l'encontre des intérêts d'autres partenaires, en particulier les actionnaires.

1.2.2 Recentrage et relations entre partenaires « financiers ».

Pour les actionnaires, les risques de la diversification proviennent principalement de ce que : (1) le dirigeant est enclin à diversifier l'entreprise, non pour profiter d'investissements rentables, mais pour se protéger des conséquences d'une conjoncture défavorable ou d'un échec dans une activité, il pourrait donc ne pas se désengager d'une activité au moment opportun ; (2) une diversification trop importante peut affecter ses capacités de gestion et entraîner une baisse des performances de l'ensemble de la firme . Nous développons à la suite chacune de ces hypothèses. D'autres hypothèses peuvent cependant être envisagées, elles sont reprises dans le tableau 2.

(1) Cette hypothèse découle de la divergence d'intérêts entre actionnaires et dirigeants. Les objectifs initialement prêtés aux dirigeants sont variés, mais leurs fondements restent les mêmes : une recherche de prestige, de pouvoir, d'avantages en nature et pécuniaires. Les théories managériales font apparaître la diversification non liée comme un moyen pour le dirigeant d'augmenter sa satisfaction lorsque le marché « de base » de la firme est saturé. Plus récemment, Y. Amihud et B. Lev (1981) ont présenté la diversification comme un moyen pour le dirigeant de diminuer son exposition au « risque d'emploi » (risque de perte d'emploi, de réputation professionnelle...). En effet, à la différence des actionnaires qui peuvent diversifier leur portefeuille, les dirigeants investissent l'ensemble de leur capital humain (et tirent une bonne part de leurs revenus) dans l'entreprise sans possibilité de diversification. Ces derniers sont donc très sensibles au risque total d'un projet d'investissement, alors que les premiers, et dans une moindre mesure, ne s'intéressent qu'au risque systématique. L'aversion au risque du dirigeant débouche, selon les auteurs, sur deux « conflits d'agence » potentiels : d'une part, et même si ces projets possèdent des rendements et risques systématiques identiques, le choix de celui présentant la moindre variance totale entraînera, comme l'ont montré D. Galai et R. Masulis (1976), un transfert de richesse des actionnaires vers les créanciers. D'autre part, le dirigeant peut être tenté de préférer un investissement à plus faible variance, même si ce dernier présente aussi un risque systématique plus faible, dans la mesure où le contrôle des actionnaires et la fixation des incitations salariales ne se font qu'imparfaitement (décalage entre la fixation du salaire et le niveau de risque pris par le dirigeant).

Si l'on suit ces auteurs, un recentrage (désengagement) s'avère être une opération extrêmement coûteuse (en terme de risque) pour le dirigeant. Certes, des facteurs modérateurs peuvent intervenir : le dirigeant ne voit son salaire indexé sur les performances boursières que si l'observabilité de ses actes par les actionnaires est réduite. Si l'observabilité des actes du dirigeant s'améliore (intervention d'un actionnaire majoritaire actif au conseil d'administration par exemple), un partage optimal du risque entre actionnaires et dirigeants est envisageable. Un certain niveau de diversification peut alors être accepté par les actionnaires. Cependant cette diversification a des limites, car en plus des problèmes d'incitation et de rémunération du dirigeant, la capacité même du dirigeant à gérer peut se trouver affectée par une dispersion des activités de la firme.

(2) La multiplication des activités qu'exerce la firme risque d'altérer les capacités de gestion de la direction en rendant inadéquate la structure de la firme à la stratégie poursuivie. En effet, une bonne gestion passe par une structure organisationnelle adaptée à la stratégie suivie. C. Hill et R. Hoskisson (1987) définissent la contrainte organisationnelle par rapport au nombre d'entités contrôlées suivant la stratégie suivie. La diversification hétérogène ne nécessite pas d'interaction entre les différentes entités contrôlées. La complexité du système d'information nécessaire au développement selon cette stratégie augmente donc seulement proportionnellement avec le nombre d'unités opérationnelles sous contrôle direct. Les stratégies de diversification horizontales et verticales impliquent, au contraire, une bonne coordination de l'ensemble, donc des interactions entre les unités contrôlées. Les besoins du système d'information dans une telle stratégie augmentent cette fois plus que proportionnellement au nombre

d'unités contrôlées. La capacité des dirigeants à gérer efficacement l'ensemble se trouve très rapidement limitée dans le cas de stratégie de diversification liée. Face à cette limitation, la préférence du dirigeant pour la croissance pourrait l'inciter à développer une diversification hétérogène en plus de sa stratégie de base. Mais il se heurterait alors à d'autres problèmes : des conflits d'intérêts sur l'allocation des cash-flows entre les unités liées et les autres pourraient voir le jour et cela irait à l'encontre des conditions de réussite d'une stratégie de diversification que dressent K. Dundas et P. Richardson (1982).

L'intégration des relations entre actionnaires et dirigeants amène donc plusieurs hypothèses testables dont les principales sont reprises dans le tableau 2.

Tableau 2 : Relations actionnaires dirigeants et hypothèses testables.

Hypothèses	Exemples d'études réalisées.	Résultats	Conséquences des désengagements.
hypothèse 1 : réduction par le dirigeant de son risque d'emploi (risque de perte d'emploi ou de réputation professionnelle) par diversification.	- Y. Amihud et B. Lev (1981).	-Les firmes managériales (faible contrôle des propriétaires) sont plus diversifiées.	-Réduction des conflits d'agence évoqués plus haut.
hypothèse 2 : Enracinement du dirigeant par investissement dans des actifs spécifiques et diversifications.	-A. Shleifer et R. W. Vishny (1989). (Il s'agit d'une analyse purement théorique)	-La recherche d'élargissement de leur espace discrétionnaire pousse les dirigeants à investir dans des secteurs où ils pensent disposer d'un avantage par rapport aux prétendants à leur poste.	-Désengagement seulement lorsque se présente un acquéreur disposant d'un avantage dans la gestion de l'activité cédée. Cession à un bon prix ; impact positif sur les cours mais non sur la performance d'exploitation de la firme cédante.
hypothèse 3 : Existence d'asymétrie informationnelle entre la firme et le marché.	-P. Sentis (1995).	-Rentabilités anormales positives, significatives pour les firmes annonçant leur prix de cession, non significatives pour les autres.	-Le désengagement est un moyen de financement qui pallie le problème de sous-investissement du à une sous évaluation par le marché (cf. S. Myers et N. Majluf (1984)) . Il contribue en outre à révéler la bonne qualité des firmes lorsque le prix de transaction est annoncé.

En résumé, les théories financières avancent de nombreuses hypothèses qui contribuent chacune à expliquer les désengagements dans le cadre de recentrage. Nous ne prétendons pas tester chacune

d'elle, ceci nécessiterait un ensemble de données dont nous ne disposons pas. Aussi, compte tenu des développements précédents, nous nous concentrons sur deux hypothèses :

-H1 : L'objectif des désengagements vise l'élimination de synergies négatives ou l'obtention de synergies d'exploitation dans les activités de base de la firme.

Le désengagement devrait alors se traduire par une amélioration des performances de la firme au niveau de son résultat « économique » (EBE ou EBIT), ou de sa capacité à dégager du cash-flow. Par ailleurs, afin de nous assurer que ces améliorations dans la performance des firmes sont bien attribuables à l'opération de désengagement, une relation positive devrait exister entre la performance anticipée par les actionnaires lors de l'annonce de l'opération et les améliorations de performance constatées ex-post.

-H2 : Le désengagement marque l'instauration de nouveaux rapports entre actionnaires et dirigeants. Ces derniers renonçant, de façon volontaire ou forcée à réduire leur risque d'emploi par diversification, restaurant ainsi leur pleine capacité de gestion.

La performance anticipée par les actionnaires lors de l'annonce de l'opération (rendements anormaux) devrait être positivement corrélée avec la réduction du degré de diversification qu'entraîne le désengagement.

L'étude empirique s'est faite en trois temps. Dans un premier temps, nous avons voulu vérifier si la tendance au recentrage était perceptible par une mesure objective. La « mesure du recentrage » a été effectuée à travers le calcul de différents indices de dispersion du CA entre les activités des firmes. Nous nous sommes ensuite intéressés aux conséquences sur la richesse des actionnaires de désengagements de firmes décrites comme procédant à un recentrage ou se délestant d'activités périphériques. La méthodologie employée est celle des études événementielles. Il nous restait ensuite à vérifier si les effets positifs observés sur la richesse des actionnaires pouvaient être rapprochés des hypothèses qu'émettent les théories financières sur les motifs des « désengagements-recentrage ».

2) données et méthodologie.

2.1 La mesure du recentrage.

La tendance au recentrage a été dans un premier temps appréciée sur un échantillon assez large, jugé représentatif de l'industrie française¹, grâce au calcul des différents indices de dispersion du CA sur la période 86-92. Ensuite, parmi les 46 groupes de l'échantillon total, un sous-échantillon regroupant les firmes dont on étudie les désinvestissements a été constitué. L'observation des indices de diversité des activités pour ce sous échantillon autour des années de désengagement permet de vérifier que les firmes concernées réduisent la diversité de leur activités.

La méthodologie de cette étude suit celle de Laurent Batsch (1992)², les données sur le chiffre d'affaires par branche sont issues de cette même étude pour la période 86-89, elles ont été collectées auprès du même organisme (CDC) pour la période 90-92. La ventilation des activités des groupes par branche est fonction de la classification qu'opère chaque groupe de ses activités et est saisie au niveau des comptes consolidés.

Deux indicateurs de diversité ont été calculés :

- L'indice d'Herfindahl (H) : il donne la mesure de la concentration d'un système selon la formule :

¹L'ensemble de l'échantillon représente un CA global de 1877 milliards de francs en 1992, ce qui équivaut à 54,9% du CA de l'ensemble de l'industrie française pour les entreprises de plus de 20 salariés. (source : SESSI, EAE, 1992).

²Laurent Batsch a accepté de me transmettre ses données pour la période 86-89. Les groupes dont la diversité est étudiée entre 1990 et 1992 ont donc été choisis parmi l'échantillon de son étude afin d'élargir la période d'observation.

$$H = \sum_{i=1}^n p_i^2$$

où p_i représente le poids relatif de chaque élément dans un ensemble de n éléments.

Le choix de la puissance deux amplifie le poids des éléments les plus importants. *En conséquence, l'indice augmente lorsque, à nombre de branches égales, l'entreprise réalise une plus grande part de son CA sur une activité (spécialisation).*

- L'indice d'entropie (E), introduit par A. Jacquemin (1975), est défini par :

$$E = - \sum_{i=1}^n p_i \cdot \ln(1/p_i)$$

où n désigne le nombre des activités principales du groupe et p_i le poids relatif de chaque activité (en %). A la différence du précédent indice, il valorise le rôle des petites branches dont la valeur dans l'indice est aussi élevée que celle des grandes.

Son interprétation est plus délicate. Remarquons d'abord que plus le nombre d'activités est important, plus sa valeur est élevée. La valeur de l'indice n'a que peu d'intérêt en soi, c'est surtout son évolution qui importe. Par ailleurs l'indice d'entropie est plus un indicateur de dispersion que de diversité : il évolue en fonction de l'équilibre des activités. *Pour un nombre d'activités constant, l'indice d'entropie augmente si le poids des activités se répartit de manière plus égalitaire.* Une augmentation de E peut refléter une diversification aussi bien qu'un rééquilibrage de l'activité.

Compte tenu du comportement particulier de ce dernier indice, nous avons calculé l'indice d'Herfindahl, afin de vérifier qu'il n'existait pas trop d'évolutions divergentes. Dans la plupart des cas, le nombre d'activités déclaré par le groupe ne varie pas au fil des ans, cela facilite l'analyse des résultats.

2.2 Etude événementielle sur les désengagements.

Le principe des études d'événements consiste à observer le « décrochage » des rentabilités boursières autour de l'annonce d'une opération par rapport à une norme préétablie. Nous présentons d'abord nos données avant de justifier le choix d'une « norme » pour les rentabilités.

L'observation des dates de désengagements s'est faite, pour la période 1986-1989, à partir de la publication semestriel de l'INSEE « Archives et Documents » (INSEE, collection E, de 1985 à 1989). Celle-ci recense chronologiquement les principales opérations touchant à la vie des entreprises annoncées dans les quotidiens spécialisés. Ce sont les dates des premiers articles annonçant un désengagement (cession totale de participation, de filiales, de division ou d'activité à une firme française ou étrangère contre des « liquidités ») qui ont été retenues comme date d'annonce. Toutes les autres opérations d'importance des sociétés effectuant un désengagement ont aussi été notées afin d'éliminer les effets d'annonces simultanées. Pour les années 1990 à 1992, le recensement des désengagements s'est fait, pour quelques entreprises, à partir des dossiers de presse réalisés par la COB sur chaque société cotée.

La sélection s'est efforcée de remplir les critères suivant, énumérés par ordre d'importance décroissant : les désinvestissements doivent concerner des sociétés cotées, ils doivent correspondre soit à une cession totale de participation, soit à une cession d'activité ou de filiale et être décrits dans les articles de presse comme s'inscrivant dans un recentrage ou représentant un désengagement total d'une branche, enfin ils ne doivent pas être concomitants à un autre événement (dans un délai minimum d'un mois) et être le plus importants possible (quand cela est précisé!). L'application de ces critères a réduit l'échantillon de l'étude de 200 désinvestissements à 56 opérations. Notons que les firmes cédantes de notre échantillon sont industrielles et importantes (LVMH, Roussel-Uclaf, Prouvost) et pour la plupart cotées sur le marché à règlement mensuel. Les cours boursiers quotidiens ont été collectés sur la base de donnée AFFI-SBF (cours de 1977 à 1991) et sur Datastream pour 1991 et 1992.

La définition d'une norme pour les rentabilités autour de l'annonce a privilégié la simplicité : elle s'appuie sur le modèle de marché. L'étude menée par S. Brown et J. Warner (1985)¹ a montré que cette méthodologie, très simple, donnait de bons résultats. Les éventuels problèmes que posent le calcul de la norme suivant la droite de marché devraient être marginaux compte tenu des caractéristiques de notre étude : La non-normalité des rentabilités n'a pas d'impact sur l'efficacité des études d'événements dès lors que l'échantillon approche les 50 titres, nous dépassons ce seuil; la correction des problèmes liés à l'asynchronisme des données (autocorrélations des rentabilités) apporte peu à la justesse des résultats (S. Brown et J. Warner, 1985); le problème que pose l'éventuelle dépendance des rentabilités en coupe transversale lors du calcul de la variance est marginal lorsque les événements ne sont pas rassemblés dans le temps, ce qui est le cas dans notre étude.

La période de référence, i.e. d'estimation des paramètres de la droite, s'est faite sur 240 jours de bourses. G. Mandelker (1974), étudiant l'effet des fusions sur le risque et les rendements des firmes concernées, a noté que ces opérations avaient un impact sensible sur le risque systématique (bêta estimé) de l'entreprise. Or lorsque l'annonce d'un désengagement arrive sur le marché, les actionnaires anticipent non seulement une variation de la rentabilité de la firme, mais aussi une variation de son risque systématique. Afin de vérifier que la variation probable du risque de l'entreprise n'était pas de nature à renverser les résultats de l'étude, nous avons estimé les paramètres de la droite de marché sur trois périodes successives de 240 jours de bourse. La première période est antérieure à l'annonce et s'étend sur les 240 jours précédant le dixième jour avant l'annonce du désengagement. La deuxième encadre la date d'annonce, elle s'étend sur $[j-130, j-10[$ et $[j+10, j+130]$, j désignant la date d'annonce. Enfin la troisième couvre la période $[j+10, j+250]$. Les quelques rentabilités manquantes ont été remplacées suivant la méthode de répartition uniforme².

La détermination des rendements anormaux suit la méthodologie classique : ils sont définis sur la période d'observation $[j-10, j+5]$ comme la différence entre les rentabilités observées et les rentabilités dites normales calculées selon la droite de marché³. Le test de significativité est un test paramétrique (T de student).

2.3 Données comptables.

Les données comptables sont issues de la base de données « Worldscope ». Plusieurs indicateurs et ratios comptables en sont tirés; tous les comptes consolidés sont retraités suivant les normes anglo-saxonnes. La performance des firmes avant et après désinvestissement est évaluée par :

-Earnings Before Interest and Taxes (EBIT) : il est calculé à partir du résultat avant impôt auquel sont ajoutées les charges financières et retirées les dotations aux provisions sur les fonds empruntés pour des projets à long terme ou pour des constructions (« interest capitalized »).

-Earnings Before Interest, Taxes and Depreciation (EBITD) : approximé par l'EBIT auquel sont ajoutées les dotations aux amortissements.

-Cash Earning Return On Equity (CEROE) : c'est le ratio (cash flow) / (capitaux propres revenant aux actions ordinaires $n-1$).

Le cash flow de l'entreprise est évalué à partir du résultat courant et de toutes les charges non décaissables si les comptes de l'entreprise ne renseignent pas cette rubrique.

Ce ratio évalue la capacité de la firme à dégager des liquidités, il est donc plus proche de son cycle d'exploitation.

-Return on Equity (ROE) : il s'agit du ratio : (résultat courant (après impôts) net des dividendes préférentiels)/(capitaux propres revenant aux actions ordinaires année $n-1$).

Le ROE évalue donc la rentabilité annuelle des fonds investis par les actionnaires ordinaires.

-Return On Assets (ROA) : il correspond au ratio : [(Résultat courant (après impôts) net des dividendes préférentiels)+(charges financières - « interest capitalized »(cf plus haut))*(1 - taux d'imposition)] / [total des actifs (net) année $n-1$].

¹Pour un survey de ces études par simulation de rendements anormaux, Cf. S. Servari (1992).

²Voir Hachette et Mai (1991) ou I. Hachette (1994).

³Compte tenu des restrictions sur le volume de l'article, nous ne détaillons pas la procédure statistique. Cf. S. Servari (1992).

Le ROA représente le résultat net d'impôt que se « partagent » actionnaires et créanciers financiers rapporté au total des actifs.

Remarque : le taux d'imposition est déterminé en divisant les impôts dûs par le résultat courant.

-Return On Invested Capital (ROIC) : reprend le numérateur du ROA, mais le dénominateur constitue cette fois le total du passif hors exploitation.

Le ROIC est donc assez proche du ROA, il donne une idée de la rentabilité de l'ensemble des capitaux investis par les partenaires de l'entreprise hors exploitation.

-Par ailleurs, des ratios nous renseignant sur l'évolution de la structure financière ont été calculés (dettes à long terme et dettes totales en % des capitaux propres).

3) Résultats.

3.1 Le recentrage : premiers résultats.

3.1.1 Une « image » du recentrage en France (1986-1992).

Les indices d'entropie et d'Herfindahl ont été calculés pour chaque année de la période, cependant seuls les résultats pour les années 1986, 1989 et 1992 sont reportés. Il apparaît, sur les 49 observations des périodes 1986-1989 et 1989-1992, sept évolutions divergentes¹ (4 pour 89-92 et 3 pour 86-89), ce qui représente environ 14% de l'échantillon. Pour la période entière (1986-1992), seules 3 observations sur 36 réalisables révèlent une évolution divergente, soit 8% des observations. Ce nombre relativement faible de divergences nous autorise à interpréter les résultats.

Certains groupes ayant fusionné (Matra et Hachette, Dumez et Lyonnaise des Eaux) et d'autres ayant procédé à des changements dans la classification de leurs activités (Béghin-Say, Labinal, Schneider), seulement 36 rapprochements peuvent être effectués entre les deux années limites de la période.

Les résultats sont résumés dans le tableau suivant² :

Tableau 3 : Recentrage et industrie française.

	PERIODE 86-89	PERIODE 89-92	PERIODE 86-92
E en Hausse	14	19	15
E en Baisse	22	18	19
E stable*	9	2	2
Total	45	39	36

*On considère que E est stable quand son taux de variation est inférieur à 1%.

-Sur la période 1986-1989, les indices d'entropie orientés à la baisse sont plus nombreux que ceux orientés à la hausse. Ce phénomène indique que la dispersion du CA total entre les différentes activités est plus grande. Compte tenu du nombre d'activités relativement stable déclarés par les firmes, on en déduit une tendance à la spécialisation.

-La période 1989-1992 donne l'image d'un partage très équilibré entre le nombre de groupes dont l'indice d'entropie augmente, et celui dont l'indice diminue. Aucune conclusion ne peut en être tirée : la légère tendance à la focalisation que l'on avait pu observer à la période précédente (pour environ 49% des groupes) a disparu.

-Si l'on observe la période entière 1986-1992, un léger avantage à la dispersion se dessine (53% contre 42% pour le resserrement). Ce phénomène a cependant peu d'ampleur, on ne peut en conclure, même si le nombre de branches reste le même pour chaque groupe, qu'une tendance à la spécialisation se

¹Une évolution divergente est observée lorsque les deux indices ne varient pas en sens inverse : à une hausse de l'indice d'entropie qui dénote un rééquilibrage de l'importance relative des activités doit correspondre une baisse de l'indice d'Herfindahl (moindre spécialisation).

²Les résultats détaillés par groupe peuvent être obtenus sur demande.

dessine. En effet, l'étude des moyennes simples des indices sur les années extrêmes et sur l'année centrale de la période révèle que l'indice d'entropie augmente continuellement (passant de 0,93 à 1,02) tandis que l'indice d'Herfindahl, après avoir accusé une baisse entre 1986 et 1989 (il passe de 0,47 à 0,45) amorce une reprise en 1992 (0,46). Cette relative stabilité de l'indice d'Herfindal en France s'oppose à sa progression constante qu'observent Comment et Jarrel (1995) sur la période 1978-1989 aux Etats-Unis.

Ainsi, en France, le phénomène de recentrage se traduit globalement par un rééquilibrage de l'importance relative des différentes activités exercées plutôt que par une spécialisation dans une activité.

3.1.2 Désengagements et recentrage.

Nous avons voulu vérifier si l'apparence du recentrage dans l'ensemble de l'industrie française se retrouvait au niveau du sous-échantillon de firmes dont on a étudié les désengagements. Si les firmes étudiées sont bien dans un processus de recentrage, cette tendance devrait être sensible et durable. Nous avons donc calculé, pour l'année du désinvestissement, l'année suivante et deux ans après, l'indice d'Herfindal des firmes étudiées dans l'étude événementielle.

Tableau 4 : Recentrage et désengagements.

	nombre d'obs.	moyenne	médiane	Variance
indice d'Herfindal				
année du désinvest.(n)	30	0,39371	0,39540	0,0201356
année post désinvest. (n+1)	27	0,42079	0,39540	0,0249444
Variations de l'indice n,n+1*	27	0,03070	0,00767	0,0196188
Variations de l'indice n, n+2**	22	0,08440	0,03904	0,1315026
indice d'Entropie				
année du désinvest.	30	1,10127	1,05367	0,1298701
année post désinvest.	27	0,99671	1,02569	0,1422627
Variations de l'indice**	27	-0,03776	-0,01893	0,0575796

*, ** : significatif aux seuils respectifs de 95% et de 99%.

Les variations des indices sont convergentes : les firmes se désengageant, souvent explicitement présentées par la presse spécialisée comme « se recentrant », réduisent le nombre d'activités qu'elles déclarent exercer ou réalisent une plus grande partie de leur CA dans une activité. *Le recentrage par désengagement ne s'assimile pas à une opération ponctuelle de désengagement : il correspond à une tendance qui se manifeste sur plusieurs années.*

En conclusion, il ressort de ces premiers résultats un bilan apparemment assez ambigu de la manifestation du recentrage au niveau de la diversité des activités des groupes. D'un côté, la tendance générale de l'industrie française semble marquée par une moindre dispersion du CA entre les activités (rééquilibrage du poids relatif des différentes activités), de l'autre, les firmes procédant à des désengagements sur la même période et qualifiées de « firmes se recentrant » favorisent une certaine spécialisation. En fait cette apparente contradiction disparaît si l'on considère, comme Laurent Batsch (1992), que le recentrage ne s'assimile pas à une stratégie, mais doit plutôt s'analyser en termes de trajectoires. L. Batsch (1992) propose ainsi une grille de lecture des trajectoires de recentrage : une des modalités de la « croissance centrée » est constituée des désengagements défensifs et offensifs, mais d'autres modalités existent, en particulier la diversification liée.

Ayant caractérisé les opérations de désengagements comme une modalité possible de la tendance au recentrage, il nous reste à étudier dans quelle mesure ces opérations peuvent être qualifiées de performantes. Ceci fait l'objet du paragraphe suivant.

3.2 Désengagements et performance.

La performance pour les actionnaires des opérations de désengagement est appréciée par les rendements anormaux enregistrés autour de la date d'annonce de l'événement. Nous avons vu que l'élimination de synergies négatives comme motif de désengagement doit se traduire par une amélioration de l'efficacité d'exploitation. Le désengagement en tant que signal lancé aux actionnaires peut aussi entraîner une augmentation de la profitabilité dans la mesure où le dirigeant y communique sa volonté d'aligner ses intérêts sur ceux des actionnaires. Les désengagements devraient donc être suivis d'une augmentation de la profitabilité des firmes.

3.2.1 Performance ex-ante globale.

Les résultats de l'étude événementielle sont présentés dans le tableau 5. Seuls les RAC (Rendements anormaux cumulés) sont commentés, les autres aspects de l'étude ne présentant pas de particularités (détection de rendements anormaux significatifs après la date d'annonce). RAC1, RAC2, RAC3, représentent les rendements anormaux cumulés pour les trois périodes successives d'estimation des paramètres de la droite de marché. t1, t2, t3 représentent les t respectifs du test de significativité, les rentabilités anormales étant alors standardisées.

Tableau 5: Rendements anormaux cumulés.

INTERVALLES	RAC1	t1	RAC2	t2	RAC3	t3
Beta estimé moyen	0,919		0,956		0,955	
j-5 à j+2	0,01659	10,03*	0,01974	12,74*	0,02043	14,20*
j-5 à j+5	0,00741	0,80	0,01181	4,84*	0,01324	7,751*
j-2 à j+2	0,01516	7,76*	0,01632	8,99*	0,01643	9,94*

* : RAC significatifs à 99%.

Comme on pouvait s'y attendre, la pente moyenne des droites de marché augmente selon que l'estimation des paramètres est antérieure, centrée ou postérieure au désengagement. Cela traduit simplement le fait que les entreprises, en réduisant globalement leur portefeuille d'activités, voient leur risque systématique croître. Cette variation du risque systématique ne s'accompagne pas d'une variation sensible du risque total : la moyenne simple des écart-types des résidus des rentabilités des titres prend successivement les valeurs 0,0211; 0,0210 et 0,0214 suivant que l'on se place avant, pendant, ou après le désengagement. *Cette relative stagnation du risque total des firmes de l'échantillon exclut partiellement le phénomène de transfert de richesse, tel que décrit dans le modèle de D. Galai et R. Masulis (1978), en tant que source des rentabilités anormales observées.*

Malgré des rentabilités anormales négatives quelques jours après l'opération (prise de bénéfices par les investisseurs), les rentabilités anormales cumulées (RAC) sont, mise à part la première période d'estimation, positives et significatives sur l'ensemble des intervalles de la fenêtre d'observation. Entre j-5 et j+5, les RAC restent le plus souvent positives : ceci constitue une des particularités des désengagements s'inscrivant dans un recentrage. L'étude de C. Cadiou (1990) relève le même phénomène pour les désinvestissements « stratégiques »(20 firmes), alors que pour les autres catégories des RAC négatives sont observées en fin de période d'observation. L'étude de S. Datta et de M. E. Iskandar Datta (1996) va dans le même sens : plus de la moitié des firmes classées dans la catégorie « désengagements stratégiques » obtiennent des rentabilités cumulées positives sur l'ensemble de la fenêtre d'observation. Les autres études assez récentes sur le recentrage (K. John et E. Ofek (1995), P. G. Berger et E. Ofek (1995), ...) ne donnent pas les rendements anormaux cumulés sur une période assez longue pour confirmer nos résultats.

En définitive, les résultats de l'étude confirment que les désengagements s'inscrivant dans un recentrage sont favorablement perçus par les actionnaires. A ce titre, ces opérations peuvent être qualifiées de performantes pour ces derniers. Cette performance ne semble pas être la conséquence

d'un transfert de richesse des créanciers vers les actionnaires. Il reste à vérifier si cette performance ex-ante se traduit au niveau des résultats des firmes concernées.

3.2.2 Performance ex-post globale.

Cette vérification s'est faite à travers le calcul des variations des indicateurs et ratios comptables présentés dans la section précédente. Dans un premier temps, les variations en pourcentage, l'année suivante puis deux ans après le désengagement ont été calculées. Afin de tenir compte des variations liées à la conjoncture, nous avons ensuite ajusté ces variations par leurs valeurs moyennes et médianes par secteur pour l'industrie française. Cet ajustement sectoriel s'est fait en référence à la classification par « activité principale » de chaque firme qui est effectuée sur la base de données « worldscope ». 24 activités principales sont distinguées, les ratios et indicateurs moyens, ainsi que leurs variations ont été calculés en faisant la moyenne de ces valeurs pour les entreprises françaises.

Signalons que notre méthodologie ne suit pas scrupuleusement les prescriptions de B. Barber et J. Lyon (1996) : l'élimination de l'échantillon de contrôle des firmes de taille très différente de celle de la firme étudiée (taille appréciée par le critère du CA) a été réalisée seulement lorsque la taille de l'échantillon de contrôle le permettait (taille minimale fixée à 5 firmes). Par ailleurs nos échantillons de contrôle ne sont pas constitués sur la base d'une proximité avec la firme étudiée en terme de performance pré-événement. Notre modèle ne fait cependant pas fi des conseils de ces auteurs dans la mesure où les firmes de notre échantillon ne sont pas de petite taille mais plutôt moyenne, voire importante; et parce que nous utilisons un test non paramétrique, plus performant dans ce genre d'étude que le classique test t.

Les résultats de cette étude figurent dans le tableau 6, la significativité des variations est obtenue par le test des rangs signés de Wilcoxon. La distribution des variations étant parfois assez asymétrique, le test de significativité doit être interprété avec prudence : il signale, lorsque l'écart moyenne-médiane est important, une différence dans la forme générale des distributions des variables plutôt qu'une différence dans la tendance centrale de ces variables.

Tableau 6 : performances ex-post des firmes

Le tableau ne présente que les variations ajustées par la variation médiane sectorielle. Interprétation des résultats : si l'EBIT d'un secteur a connu une variation médiane de x% sur la période considérée, l'EBIT des firmes se désengageant connaîtra une variation de x+27% l'année suivant le désengagement et de x+56% entre l'année du désengagement et la deuxième année suivante.

Variations en %	Nombre d'obs.	Moyenne en %	Médiane en %	écart-type
EBIT				
Variations ajustées 0 à +1	33	27,31	21,09	1,56
Variations ajustées 0 à +2**	33	56,64	23,49	1,41
EBITD				
Variations ajustées 0 à +1	33	13,06	-5,45	1,26
Variations ajustées 0 à +2**	33	64,62	53,59	1,63
Cash Earnings Return On Equity				
Variations ajustées 0 à +1	33	35,09	0,48	1,95
Variations ajustées 0 à +2	33	58,07	7,35	2,62
Return On Equity				
Variations ajustées 0 à +1	33	4,73	10,31	1,31
Variations ajustées 0 à +2	33	8,79	12,06	0,93
Return On Assets				
Variations ajustées 0 à +1**	33	22,33	12,35	0,82
Variations ajustées 0 à +2**	33	40,25	16,32	1,15
Return On Invested Capital				
Variations ajustées 0 à +1	32	26,12	7,21	0,97
Variations ajustées 0 à +2**	32	45,53	11,47	1,27
LT Debt % Common Equity				
Variations ajustées 0 à +1	33	-26,43	-0,32	1,50
Variations ajustées 0 à +2**	33	-37,66	-20,34	1,67

** : variations significatives aux seuils de 95 %

Au niveau des agrégats qui peuvent être rapprochés de la performance d'exploitation de la firme (EBIT et surtout EBITD et CEROE), on observe une hausse des performances des firmes l'année suivant le désinvestissement qui va en s'accroissant 2 ans après le désengagement. Peu de résultats sont statistiquement significatifs, mais l'ensemble des résultats convergent pour donner un sens économique à cette hausse.

On peut noter que la hausse de l'EBITD est plus faible que celle de L'EBIT l'année suivant le désengagement, mais que leurs variations convergent dès la deuxième année suivant le désinvestissement. Nous attribuons cette divergence temporaire à la politique d'investissement de la firme : l'année suivant le désengagement, l'investissement marque le pas pour ces firmes qui préfèrent se désendetter, tandis que la cession d'une partie de l'actif engendre de moindres dotations aux amortissements; d'où une moindre variation de l'EBITD que de l'EBIT. La deuxième année suivant le désengagement, l'écart des variations entre ces agrégats disparaît (voire s'inverse légèrement),

marquant un renouveau de la politique d'investissement et des dotations aux amortissements qui en découlent. Cette analyse se trouve confirmée par l'étude des niveaux moyens (médians) des actifs totaux des firmes étudiées (non rapportés) qui ne progressent que de 8,4% (3,24%) entre l'année du désinvestissement et l'année suivante, alors que cette progression est de 16,5% (21,28%) entre l'année suivant le désinvestissement et la deuxième année suivante.

Ces évolutions positives se retrouvent au niveau des indicateurs de profitabilité (ROE, ROA, ROIC). Les hausses ajustées de ces ratios, sensibles dès la première année après le désengagement¹ sont encore plus marquées deux ans après le désengagement.

Là encore, même si les évolutions des différents indices sont convergentes, leurs amplitudes diffèrent. Le ROE connaît une évolution moins marquée que le ROA ou ROIC. Ce contraste dans l'amplitude des variations ne s'explique pas par l'évolution des numérateurs différents de ces ratios, le poids des charges financières ayant plutôt tendance à baisser du fait de la politique de désendettement, mais par l'évolution de leurs dénominateurs. L'actif total (dénominateur du ROA) et l'endettement à LT (une des composantes du dénominateur du ROIC) augmentent certes après le désengagement (variations non ajustées), mais à un rythme très inférieur à celui des capitaux propres (dénominateur ROE). Il en résulte une progression du ROE moins sensible que celles du ROA et ROIC.

En résumé, les performances des firmes étudiées après désengagement s'améliorent par rapport à la médiane (et la moyenne) des firmes du même secteur. Cette amélioration se constate tant dans l'exploitation de la firme (EBIT, EBITD, CEROE) que dans les indicateurs de profitabilité (ROA, ROIC et dans une moindre mesure ROE) et s'accompagne d'une « pause » dans la politique d'investissement des firmes l'année suivant le désinvestissement. Par ailleurs les firmes qui se désengagent pratiquent, *relativement à leurs pairs*, une politique de « désendettement » (en terme de rééquilibrage de la structure financière et non en valeur absolue).

Ces résultats semblent corroborer l'hypothèse d'élimination de synergies négatives (H1) émise au départ, cependant les opérations stratégiques des firmes étudiées ne se sont pas limitées à un ou quelques désengagements durant la période étudiée. Aussi d'autres tests doivent être menés si l'on veut attribuer en partie ces bonnes performances aux opérations de désengagement.

4) Test des hypothèses.

Ce paragraphe tente d'évaluer dans quelle mesure les hypothèses émises au départ sur les fondements des opérations de désengagement sont corroborées par des observations.

4.1 Hypothèse d'élimination de synergies négatives.

Ce paragraphe vise à vérifier que l'impact globalement positif sur la profitabilité des opérations de désengagement-recentrage constitue une source de la performance ex-ante que leur accordent les actionnaires. Si les marchés sont efficients, une relation positive significative entre les rendements anormaux observés lors du désengagement et les variations des indicateurs de performance conforterait cette hypothèse.

La recherche d'une relation entre performance ex-ante et ex-post s'est faite en régressant les différentes rentabilités anormales observées (rentabilités pré-, centrées et post-désengagement) lors de l'annonce de l'opération sur les variations ajustées sectoriellement d'indicateurs comptables. La taille de l'entreprise, traditionnellement liée aux rentabilités anormales, est aussi intégrée en variable explicative sous la forme du logarithme de la capitalisation boursière de la firme juste avant la date d'annonce du désinvestissement. La significativité des coefficients obtenus est très sensible à une variation des données, surtout compte tenu du faible nombre de données disponibles (35 à 36 désengagements). Cependant, quelque soit le type de RAC mis en variable expliquée, le signe des

¹La constatation comptable d'une éventuelle plus value se fait normalement au cours de l'exercice auquel a lieu la cession, elle n'explique donc pas (bien au contraire) les variations de nos indicateurs comptables.

coefficients des variables « variations d'indicateurs de performance » reste positif. Nous ne présentons dans le tableau 7 que des résultats assez significatifs.

Notons que la procédure qui vise ainsi à mettre en rapport des rentabilités anormales et des variables explicatives avec la méthode des moindres carrés ordinaires a été contestée par certains. B. Espen Eckbo, Vojislav Maksimovic et Joseph Williams (1990) estiment que cette méthodologie est inadaptée dans le cas où l'effet d'annonce étudié concerne un événement volontairement engagé par la firme. Selon ces auteurs, seule une méthodologie d'étude événementielle conditionnelle, plus lourde à mettre en oeuvre, est susceptible de donner des résultats fiables. Cependant N. R. Prabhala (1997) montre à partir d'une analyse théorique et de simulations que la méthode des moindres carrés ordinaires, bien que mal spécifiée, conduit à des coefficients de régressions proportionnels aux véritables coefficients dont la significativité peut être testée. Cette méthodologie traditionnelle s'avère donc fondée dans la plupart des cas.

Tableau 7 : Régression des RAC sur les variations de performances ex-post.

Les nombres entre parenthèse représentent le t calculé de la variable. Les variables explicatives sont les variations d'indicateurs entre l'année du désinvestissement et l'année suivante.

Variables explicatives	Nombre d'obs.	Variables expliquées	
		RAC(1) de j-1 à j+2	RAC(3) de j-1 à j+2
Constante		-0,0368	-0,0650
Variations ajustées (médiane) EBITD.	36	0,0015 (2,13)*	
Variations ajustées (médiane) ROIC.	35		0,0133 (1,66)**
LOG (Capitalisation)		0,0057 (0,58)	0,0104 (0,94)
F pour la régression		2,39**	0,97

*, ** : significatif à un seuil de 95 et 90% respectivement.

Les résultats confirment qu'il existe un lien positif entre les variations d'indicateurs de performance issus de la comptabilité et les performances anticipées par les actionnaires. K. John et E. Ofek (1995) aboutissent à une relation semblable. *Ceci corrobore l'hypothèse H1 émise à la fin de la première section.*

On peut même tenter d'affiner cette hypothèse. La relation mise en évidence ici ne tient pas si les variations d'indicateurs comptables entre l'année du désinvestissement et la deuxième année suivante sont mises en variables explicatives (résultats non reportés). Par ailleurs, on a vu (cf. § 3.2.2) que les firmes marquent une pause dans leur politique d'investissement et rééquilibrent leur structure financière l'année suivant le désinvestissement. La performance anticipée par les actionnaires tiendrait donc plus à l'élimination de synergies négatives (déstage d'une activité que la firme ne gère pas au mieux ou qui développe des interactions négatives avec les autres activités) qu'à l'espoir de voir la firme réinvestir le produit de la vente dans une nouvelle activité créatrice de synergies.

4.2 Réduction du degrés de diversification, risque d'emploi du dirigeant et réaction des actionnaires.

La réduction du degrés de diversification qu'entraîne le recentrage par désengagements pourrait signaler aux actionnaires que le dirigeant limite (de gré ou de force) sa stratégie de réduction de son risque d'emploi, éloignant du même coup la firme des risques attachés à une diversification trop importante (cf. § 1.2.2).

On devrait, selon l'hypothèse H2 énoncée précédemment, observer un lien positif entre l'importance de la « dé-diversification » qu'entraîne le désengagement (hausse de l'indice d'Herfindahl) et l'accueil que réservent les actionnaires à cette opération (rentabilités anormales).

Diverses régressions des rentabilités anormales sur les évolutions d'indicateurs de la diversité des activités ont été effectuées. Les résultats atteignant un degré de significativité acceptable sont présentés dans le tableau 8. Les variables expliquées sont les RAC pré-désengagement cumulées sur différentes fenêtres autour de l'annonce. Les variables explicatives sont les variations dans l'indice d'Herfindahl entre l'année du désinvestissement la deuxième année suivante (pour les autres variations, les résultats sont non significatifs). Le R^2 est de l'ordre de 0,1 à 0,2, les variations des indices n'expliquent donc que très partiellement les rendements anormaux. Le test F pour la régression et t pour chaque variable révèle cependant que cet effet est significatif.

Tableau 8 : Performances ex-ante et tendance stratégique.

Les t de student de chaque variable sont entre parenthèses. Le test F calculé dépasse le F à un seuil de confiance de 90%.

Variables explicatives	Variables expliquées	
	RAC(1) j-1 à j+2	RAC(1) j-2 à j+2
Variation de l'indice d'Herfindal 2 ans après désengagement	-0,1312 (-1,69)*	-0,1226 (-1,92)*
LOG (capitalisation)	-0,0061 (-0,69)	-0,0127 (-1,75)*
constante	0,0567	0,0991
Nombre d'observations	33	33

* : significatif au seuil de 90%.

Même si les variations dans l'indice d'Herfindahl ne contribuent que partiellement à « expliquer » les rentabilités anormales, il existe un lien négatif entre la tendance de la firme à se recentrer et les rentabilités anormales enregistrées lors de désengagements. Ces résultats vont à l'encontre de ceux de R. Comment et G. A. Jarrel (1995) et de K. John et E. Ofek (1995).

L'hypothèse H2 n'est donc pas corroborée sur cet échantillon. Ce résultat trouve différentes explications. D'abord, il a été montré (cf. § 3.2.1) que si le risque systématique moyen des entreprises augmentait après les désengagements, cet impact était peu sensible au niveau du risque total. Or c'est ce dernier risque que cherche à minimiser le dirigeant. Autrement dit, les désengagements étudiés ne modifieraient pas suffisamment le risque de l'entreprise pour que le dirigeant voit son exposition substantiellement modifiée. Ce serait alors la pertinence de l'hypothèse ou la mesure proposée de l'exposition au risque du dirigeant (ici, le niveau de diversification de l'entreprise) qui se trouverait remise en cause.

Sans aller aussi loin, on peut penser que les résultats obtenus, opposés à ceux escomptés, résultent des nombreux problèmes connexes à l'hypothèse H2 qui n'ont pas été pris en compte dans le test. En particulier, supposer que le dirigeant qui se désengage d'une activité aligne ses intérêts sur ceux des actionnaires doit nous amener à contrôler d'autres variables, dont l'utilisation qui est faite du produit de la vente. En effet, un dirigeant qui utiliserait immédiatement le produit de la vente pour investir dans une autre activité serait autant susceptible d'aligner ses intérêts sur ceux des actionnaires que de pratiquer une politique d'enracinement telle que la décrivent A. Shleifer et R. Vishny (1989) par investissement dans des activités spécifiques. Nous avons tenté d'intégrer cette variable « utilisation du produit de la vente » dans les régressions du tableau 8 sous la forme d'un proxy : l'augmentation du pourcentage de résultat distribué entre l'année du désinvestissement et l'année suivante. Mais les résultats n'ont alors aucune significativité statistique (à un seuil de 90%) et encore moins de sens économique puisque les signes des coefficients obtenus changent au gré des RAC mis en variable explicative. Nous avons aussi tenté d'intégrer les opportunités d'investissement dont dispose la firme (par une approximation de son Q de tobin) dans cette analyse comportement du dirigeant/réaction des

actionnaires lors d'un désengagement, mais cette fois encore les résultats n'ont pas satisfait nos attentes.

Nous concluons donc seulement des résultats précédents que les firmes se recentrant par désengagements entraînent l'adhésion des actionnaires lorsqu'elles rééquilibrent le poids de leurs activités plus que lorsqu'elles opèrent une spécialisation.

Conclusion.

Il ressort de cette étude une image du recentrage qui contredit l'opinion commune d'une tendance à la spécialisation. L. Batsch (1992) a mis en évidence cette diversité dans les « stratégies » de recentrage, celle-ci se trouve confirmée au début de la décennie 90. Les désengagements constituent une modalité particulière de la tendance au recentrage. Ils se traduisent globalement par une concentration de grandes entreprises françaises sur un nombre restreint d'activités. Cette tendance est prégnante et n'est pas seulement la conséquence directe d'un désengagement : elle apparaît durable après le désengagement.

Les désengagements sont favorablement perçus par les actionnaires et contribuent à augmenter la performance de la firme. Les sources de ces performances ont été identifiées dans l'élimination de synergies négatives (déstage d'activités peu rentables ou produisant des interactions négatives avec les autres activités) que permettaient les désengagements. Par contre, contrairement aux études américaines, nous ne mettons pas en évidence de lien positif entre la performance perçue par les actionnaires et le degré de « dé-diversification » qu'entraînent les désengagements. La relation entre ces deux éléments est négative et ne semble pas résulter des relations entre actionnaires et comportement des dirigeants, elle tiendrait plutôt à des considérations stratégiques qui restent à tester (mise en oeuvre d'alliances de la part des firmes se concentrant sur quelques activités qui pourraient alors recevoir un accueil favorable des actionnaires ?...); elle nécessite des recherches plus poussées en ce sens.

Références bibliographiques

- Amihud Y., Lev B. (1981), « Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers », *The Bell Journal of Economics*, vol 12, p. 605-607.
- Asquith P. (1983), « Merger bids, uncertainty, and stockholder returns », *Journal of Financial Economics*, vol 11, p. 51-83.
- Barber B. M., Lyon J. D. (1996), « Detecting abnormal operating performance : The empirical power and specification of test statistics », *Journal of Financial Economics*, 41, p. 359-399.
- Batsch L. (1992), « Aspects financiers et stratégiques des politiques de recentrage des groupes industriels en France », Thèse de Sciences de Gestion, Université Paris 9-Dauphine.
- Berger P. G., Ofek E. (1995), « Diversification effect on firm value », *Journal of Financial Economics*, 37, p. 39-65.
- Berger P. G., Ofek E. (1996), « Bustup takeovers of value-destroying diversified firms », *The Journal of Finance*, vol. 51, n°4, September.
- Brown S., Warner J. (1985) « Using daily stock returns : the case of event studies », *Journal of Financial Economics*, n°14, p. 3-31.
- Cadiou C. (1990), *Le redéploiement stratégique de l'entreprise*, Les Editions d'organisation.
- Comment R., Jarrel G. A. (1995), « Corporate focus and Stock return », *Journal of financial Economics*, 37, p. 67-87.
- Datta S., Iskandar-Datta M. E. (1996), « Who gains from corporate asset sales? », *The Journal of Financial Research*, Spring, p. 41-58.
- Derhy A. (1995), « Les fusions et acquisitions en France de 1959 à 1992 », *Revue d'Economie Industrielle*, n°73, 3ème trimestre.
- Dundas K. N. M., Richardson P. R. (1982), « Implementing the unrelated product strategy », *Strategic Management Journal*, vol 3, p. 287-301.
- Eckbo B. E., Maksimovic V., Williams J. (1990), « Consistent estimation of cross-sectional models in event studies », *The Review of Financial Studies*, vol 3, n°3, p. 343-365.

Galai D., Masulis R., (1976), « The option pricing and the risk factor of a stock », *Journal of Financial Economics*, 3, p. 53-81.

Hachette I., (1994), *Opérations financières et transfert de richesse*, PUF, collection finance.

Hill C. W. L., Hoskisson R. E. (1987), « Strategy and structure in the multiproduct Firm », *Academy of Management Review*, vol 12, n°2, p. 331-334.

Jacquemin A. (1975), « Une mesure entropique de la diversification des entreprises », *Revue économique*, septembre, p. 834-838.

Jones K., Ofek E. (1995), « Asset sales and increase in focus », *Journal of Financial Economics*, n°37, p. 105-126.

Lang L., Poulsen A., Stulz R. (1995), « Assets sales, firm performance and the agency costs of managerial discretion », *Journal of Financial Economics*, n°37, p. 3-37.

Lewellen W. G. (1971), « A pure rationale for the conglomerate merger », *Journal of Finance*, vol. 26, May, p. 521-542.

Mandelker G. (1974), « Risk and return : the case of merging firms », *Journal of Financial Economics*, vol 1, p. 303-335.

Morck R., Shleifer A., Vishny R. W. (1990), « Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions ? », *The Journal of Finance*, vol 45, n°1, March.

Myers S. C., Majluf N. (1984), « Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have », *Journal of Financial Economics*, 13, p. 187-221.

Prabhala N. R. (1997), « Conditionnal methods in event studies and an equilibrium justification for standard event-study procedures », *The review of Financial Studies*, vol 10, n°1.

Sentis P. (1996), « L'impact des opérations de désinvestissement sur la richesse des actionnaires : approche en termes d'asymétrie d'information », *Finance*, vol. 17, 2, p. 41-69.

Servari S. (1992), « Les études d'événements : aspects méthodologiques », Cahier n° 92-04, Université de Paris 1.

Sharpe W. (1964), « Capital assets prices : a theory of market equilibrium under condition conditions of risk », *Journal of Finance*, September.

Shleifer A., Vishny R. W. (1991), « Takeovers in the '60s and the '80s : evidence and implications », *Strategic Management Journal*, vol 12, p. 51-59.

Shleifer A., Vishny R. W. (1989), « Management Entrenchment, The case of manager-specific Investments », *Journal of financial Economics*, 25, p. 123-139.