

Désengagements et recentrage en France : 1986-1992

Frédéric PERDREAU

Université de Rennes 1

Correspondance :
CERGOR, IGR-IAE
11 rue Jean Macé, BP 1997
35019 Rennes Cedex 7
Tél. : 02.99.84.78.00.

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 these 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 – synergies – selloffs – performance.

Après le grand mouvement de diversification des années 60 et 70, le recentrage¹ est apparu, au cours des années 80, comme le nouveau mot d'ordre des stratèges et analystes financiers. Le phénomène s'est traduit par d'intenses restructurations², en particulier des désengagements³ dont on estime que le nombre représente environ 10% du total des restructurations durant cette période [A. Derhy 1995], le chiffre augmentant au début de la décennie 90 jusqu'en 1993.

Cet article étudie l'impact de ces opérations de désengagements 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). Les sources des données utilisées et la méthodologie suivie sont ensuite 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'acquisition et de désengagement principalement par référence à la notion de « synergies ». Celles-ci peuvent voir le jour

¹ Le terme de « recentrage » désigne ici l'ensemble des stratégies de développement qui s'articulent autour d'un ou de quelques métiers complémentaires. Il s'oppose à la forme conglomérale et aux diversifications non liées.

² Fusions, acquisitions, restructurations internes (filialisations), désengagements.

³ Nous entendons par désengagement le retrait total d'un secteur d'activité ou l'abandon d'une filiale importante dans un secteur.

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 l'entreprise. 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 de taille et d'expérience, les secondes se fondent essentiellement sur un effet de 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 à ses clients. Un « recentrage » apparaît en partie 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 ».

Mais les synergies d'exploitation ne suffisent pas à expliquer le phénomène étudié. La recherche d'économies de variété ne passe pas nécessairement par un recentrage autour de quelques activités. Un accès plus facile au marché des capitaux peut, entre autres, être obtenu par une stratégie de croissance conglomérale. La recherche de synergies d'exploitation n'est qu'une explication partielle du mouvement de recentrage. On prédit simplement que si de telles synergies sont présentes lors de désengagements, la performance économique de la firme devrait être 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 liquidités (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 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.

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 termes de création de valeur. Cependant d'autres études, souvent réalisées sur une période antérieure (décennies 1960-1970), viennent tempérer ces résultats⁴ : ce sont les acquisitions non liées qui seraient favorablement accueillies par les actionnaires⁵. Par 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 le phénomène (voir pour une vue générale C. Cadiou [1990], 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.

⁴ Tant 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.

⁵ 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.

Tableau 1 – *Hypothèses testables dans le cadre de la théorie financière moderne*

Hypothèses	Exemples d'études réalisées	Résultats	Conséquences des désengagements
<i>Hypothèse 1</i> : hypothèse de meilleure allocation des actifs cédés (« fit hypothesis »)	K. John, E. Ofek [1995].	Les rentabilités anormales à l'annonce de la cession sont supérieures pour les firmes acquéreuses opérant dans le même secteur d'activité que celui de l'activité cédée.	Création de synergies chez l'acheteur dont tire profit le vendeur.
<i>Hypothèse 2</i> : hypothèse d'élimination de synergies négatives.	P. G. Berger, E. Ofek [1995]. M. Meyer, P. Milgrom, J. Roberts [1992].	Destruction de valeur dans les firmes très diversifiées. Problèmes de surinvestissement et de subventionnements croisés dans ces firmes. Idem (subventionnements croisés)	Élimination de synergies négatives possible par désengagement.
<i>Hypothèse 3</i> : hypothèse de synergie financière. Plus grande capacité d'endettement des firmes diversifiées.	R. Comment, G. 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.

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, les comportements et les intérêts parfois conflictuels des acteurs de la sphère financière de l'entreprise sont intégrés dans l'analyse. 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 re-

centrage 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 par référence 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 efficacité des marchés (efficacité à moyen terme n'interdisant pas des erreurs ponctuelles). La diversification tous azimuts des années 60-70 et le recentrage des années 80 répondent alors au même objectif d'efficacité et seuls des changements environnementaux expliquent le renversement de tendance. La seconde interprétation considère au contraire qu'en « plébiscitant » les opérations de diversification non liées des années 60⁶, les actionnaires se seraient fourvoyés pendant près de dix ans, puis auraient progressivement « corrigé le tir » au cours des années 80.

À 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 le 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 l'environnement social: le chô-

⁶ Par « plébiscite », on entend, par référence à l'expression de « vote avec ses pieds », l'accueil favorable que réservent les actionnaires à ces opérations. R. Morck et *al.* [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.

mage 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 les 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 partenaires de l'entreprise doivent aussi être pris en compte, car le pouvoir relatif dont ils disposent à un moment donné influence 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. Cette préférence 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 :

- 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 ;
- 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 pourront cependant être envisagées, elles sont reprises dans le tableau 2.

- La première 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. Ils sont donc très sensibles au risque total d'un projet d'investissement, alors que les actionnaires, 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, même si des projets possèdent des rentabilités 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) est une opération extrêmement coûteuse (en termes de risque) pour le dirigeant, puisqu'il contribue à augmenter le risque systématique, voire spécifique de l'entreprise. Certes, des facteurs modérateurs peuvent intervenir : le dirigeant ne voit son salaire indexé sur les performances boursières que si l'observation de ses actes par les actionnaires est réduite. Si cette capacité d'évaluation 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. Ainsi, le passage d'une société de type managérial (grande diffusion de l'actionnariat) à un type contrôlé (actionnaire majoritaire actif) pourrait

alléger le « coût » du désengagement pour le dirigeant en lui assurant des compensations en termes sécuritaires ou pécuniaires.

- 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 de cette stratégie augmente donc seulement proportionnellement avec le nombre d'unités opérationnelles sous contrôle direct. Les stratégies de diversification horizontale et verticale impliquent, au contraire, une bonne coordination de l'ensemble, donc des interactions entre les unités contrôlées. Les besoins du système d'information dans de telles stratégies 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 d'une 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 proposent K. Dundas et P. Richardson [1982].

L'intégration des relations entre actionnaires et dirigeants conduit ainsi à identifier plusieurs hypothèses testables dont les principales sont présentées dans le tableau 2.

Tableau 2 – *Relations entre actionnaires et dirigeants et hypothèses testables*

Hypothèses	Exemples d'études réalisées	Résultats	Conséquences des désengagements
<i>Hypothèse 1</i> : réduction par le dirigeant de son risque d'emploi par la diversification.	Y. Amihud, B. Lev [1981].	Les firmes managériales (faible contrôle des propriétaires) sont plus diversifiées.	Réduction des conflits d'agence évoqués plus haut.
<i>Hypothèse 2</i> : enracinement du dirigeant par investissement dans des actifs spécifiques et diversification.	A. Shleifer, 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.
<i>Hypothèse 3</i> : 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 dû à une sous-évaluation par le marché (voir S. Myers, N. Majluf [1984]).

En résumé, les théories financières avancent de nombreuses hypothèses qui contribuent chacune à expliquer les désengagements dans le cadre d'un 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*.

H2 : le désengagement marque l'instauration de nouveaux rapports entre actionnaires et dirigeants. Ces derniers renoncent, de façon volontaire ou forcée, à réduire leur risque d'emploi par diversification, et restaurent ainsi leur pleine capacité de gestion. La performance anticipée par les actionnaires lors de l'annonce de l'opération (rentabilités anormales) devrait être positivement corrélée avec la réduction du degré de diversification qu'entraîne le désengagement.

L'étude empirique s'est faite en trois temps. Nous avons d'abord vérifié si la tendance au recentrage était perceptible par une mesure objective. Celle-ci a été appréhendée par le calcul de différents indices de dispersion du chiffre d'affaires (CA) entre les activités des firmes. Nous nous sommes ensuite intéressé aux conséquences sur la richesse des actionnaires, de désengagements de firmes procédant à un recentrage ou se délestant d'activités périphériques. La méthodologie employée est celle des études événementielles. Il nous restait enfin 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 française⁷, grâce au calcul des différents indices de dispersion du CA sur la période 1986-1992. Ensuite, parmi les 46 groupes de l'échantillon total, un sous-échantillon formé des firmes dont on étudie les désinvestissements a été constitué. L'observation des indices de diversité des activi-

tés pour ce sous-échantillon autour des années de désengagement permet de regarder si les firmes concernées réduisent la diversité de leurs activités.

La méthodologie utilisée suit celle de L. Batsch [1992]⁸ ; 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 (Caisse des dépôts et consignations) 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 :

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

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), défini par :

$$E = \sum_{i=1}^n p_i \times \ln\left(\frac{1}{p_i}\right)$$

où n désigne le nombre des activités principales du groupe et p_i le poids relatif de chaque activité (en %). À la différence du précédent indice, il

⁷ L'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).

⁸ L. 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.

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. *Étude 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 semestrielle 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 filiale, 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 recen-

sement des désengagements s'est fait, pour quelques entreprises, à partir des dossiers de presse réalisés par la Commission des opérations de bourse (COB) sur chaque société cotée.

La sélection s'est efforcée de remplir les critères suivants, 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 ; ils ne doivent pas être concomitants à un autre événement (dans un délai minimum d'un mois) et être le plus important 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 données 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]⁹ 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 dépasse les 50 titres ; la correction des problèmes liés à l'asynchronisme des données (autocorrélation des rentabilités) apporte peu à la justesse des résultats ; le problème que pose l'éventuelle dépendance des rentabilités en coupe transversale lors du calcul de la variance est marginal, quand les événements ne sont pas rassemblés dans le temps, ce qui est le cas dans notre étude.

⁹ Pour une présentation générale de ces études par simulation de rentabilités anormales, cf. S. Servari [1992].

La période de référence, c'est-à-dire d'estimation des paramètres de la droite, est construite sur 240 jours de bourse. 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 inverser 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 précédents le dixième jour avant l'annonce du désengagement. La deuxième encadre la date d'annonce ; elle s'étend sur $[j - 130, j - 10[$ et $]j + 10, j + 130]$, si j désigne 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 uniforme¹⁰.

La détermination des rentabilités anormales suit la méthodologie classique. Elles sont définies 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 marché¹¹. 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 ». Tous les comptes consolidés sont retraités suivant les normes anglo-saxonnes. La performance des firmes avant et après désinvestissement est évaluée par :

– les *Earnings Before Interest and Taxes* (EBIT) qui peuvent être rapprochés du résultat d'exploitation. Ils sont calculés à partir du résultat avant impôts 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* ») ;

¹⁰ Voir I. Hachette [1994].

¹¹ Compte tenu des restrictions sur le volume de l'article, nous ne détaillons pas la procédure statistique. Voir S. Servari [1992].

– les *Earnings Before Interest, Taxes and Depreciation* (EBITD) (soit l'excédent brut d'exploitation ajusté des produits et charges de gestion courante), approximés par l'EBIT auquel sont ajoutées les dotations aux amortissements ;

– le *Cash Earning Return On Equity* (CEROE) ou (*cash-flow* / capitaux propres revenant aux actions ordinaires année $n - 1$). Le *cash-flow* de l'entreprise est évalué à partir du résultat courant et de toutes les charges non décaissables. Ce ratio évalue la capacité de la firme à dégager des liquidités ; il rend mieux compte du cycle d'exploitation ;

– le *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 la rentabilité annuelle des fonds investis par les actionnaires ordinaires ;

– le *Return On Assets* (ROA). Il correspond au ratio : [(résultat courant après impôt net des dividendes préférentiels + charges financières – « *interest capitalized* ») x (1 – taux d'imposition)] / total des actifs nets année $n - 1$. Le ROA représente le résultat net d'impôt que se « partagent » actionnaires et créanciers financiers rapporté au total des actifs (rentabilité des actifs totaux). Le taux d'imposition a été déterminé en divisant les impôts dus par le résultat courant ;

– le *Return On Invested Capital* (ROIC). Il 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 pourcentage 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 1986-1992. On a ensuite observé le nombre de firmes pour lesquelles l'indice d'entropie évoluait à la hausse, à la baisse ou restait stable entre les années extrêmes de la sous-période 1986-1989. La même procédure a été réitérée sur la sous-période 1989-1992 et sur la période globale 1986-1992 (cf. tableau 3). Des calculs identiques ont aussi été pratiqués avec l'indice d'Herfindahl.

La disponibilité des données, des opérations de fusion (Matra et Hachette, Dumez et Lyonnaise des Eaux) ou des présentations d'activités différentes selon les périodes (Béghin-Say, Labinal, Schneider) expliquent que le nombre d'observations n'est pas toujours le même.

Le nombre de divergences¹² entre les sens de variation des valeurs prises par chacun des deux indices est faible (8 % à 14 % des observations suivant la période considérée).

Tableau 3 – *Évolution de l'indice d'entropie et recentrage dans l'industrie française*

	1986-1989	1989-1992	1986-1992
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 indi-

¹² Une 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).

que que la dispersion du CA total entre les différentes activités est plus grande. Compte tenu du nombre d'activités relativement stable déclaré 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 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 continûment (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'Herfindahl en France s'oppose à sa progression constante qu'observent R. Comment et G. A. Jarrel [1995] sur la période 1978-1989 aux États-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 au niveau de l'ensemble de l'industrie française se retrouvait dans le sous-échantillon de firmes dont nous avons étudié les désengagements. Si les entreprises analysées 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, un indice d'Herfindahl.

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 ; il correspond à une tendance qui se manifeste sur plusieurs années.*

Tableau 4 – Recentrage et désengagements

	Nombre d'observations	Moyenne	Médiane	Variance
<i>Indice d'Herfindahl</i>				
• année du désinvestissement (n)	30	0,393	0,395	0,0201
• année post désinvest. (n + 1)	27	0,420	0,395	0,0249
Variation de l'indice n, n + 1*	27	0,030	0,007	0,0196
Variation de l'indice n, n + 2**	22	0,084	0,039	0,1315
<i>Indice d'entropie</i>				
• année du désinvestissement	30	1,101	1,053	0,1298
• année post désinvestissement	27	0,996	1,025	0,1422
Variation de l'indice**	27	-0,037	-0,018	0,0575

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

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, les firmes procédant à des désengagements sur la même période et qualifiées de « firmes se recentrant » favorisent une certaine spécialisation, de l'autre, l'industrie française semble marquée par une moindre dispersion du CA entre les activités (par un certain rééquilibrage du poids relatif des différentes activités). En fait cette apparente contradiction disparaît si l'on considère, comme L. Batsch [1992], que le recentrage ne s'assimile pas à une stratégie, mais doit plutôt s'analyser en termes de trajectoires. Cet auteur propose ainsi une grille de lecture des trajectoires de recentrage où l'une des modalités de la « croissance centrée » est constituée des désengagements défensifs et offensifs, mais où 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.

3.2. Désengagements et performance

La performance pour les actionnaires des opérations de désengagement est appréciée par les rentabilités anormales enregistrées 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 (rentabilités anormales cumulées) sont commentées, les autres aspects de l'étude ne présentant pas de particularités (détection de rentabilités anormales significatives après la date d'annonce). RAC1, RAC2, RAC3 représentent les rentabilités anormales cumulées pour les trois périodes successives d'estimation des paramètres de la droite de marché. t_1 , t_2 , t_3 représentent les t respectifs du test de significativité, les rentabilités anormales étant alors standardisées.

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 écarts-type des résidus des rentabi-

lités 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 n'exclut cependant pas totalement le phénomène de transfert de richesses, tel que décrit dans le modèle de D. Galai et R. Masulis [1978], en tant que source des rentabilités anormales observées.*

Tableau 5 – Rentabilités anormales cumulées

Intervalles	RAC1	t ₁	RAC2	t ₂	RAC3	t ₃
Bêta estimé moyen	0,919		0,956		0,955	
j - 5 à j + 2	0,0165	10,03*	0,0197	12,74*	0,0204	14,20*
j - 5 à j + 5	0,0074	0,80	0,0118	4,84*	0,0132	7,75*
j - 2 à j + 2	0,0151	7,76*	0,0163	8,99*	0,0164	9,94*

* : RAC significative à 99%.

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'observations. 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. Les autres études récentes sur le recentrage [K. John, E. Ofek 1995 ; P. G. Berger, E. Ofek 1995] ne donnent pas les rentabilités anormales cumulées 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. Ces opérations peuvent donc être qualifiées de performantes pour ces derniers. Il reste à vérifier si cette performance *ex ante* se matérialise dans les résultats comptables.

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 2.3. Les variations en pourcentage, l'année suivante puis deux ans après le désengagement, ont été calculées. Ces variations ont été ajustées sectoriellement afin de tenir compte des effets conjoncturels. La procédure suivie à cet effet est la suivante : a) constitution d'un échantillon de contrôle pour chaque firme étudiée. Les secteurs (24) correspondent à ceux que distingue la base de données « Worldscope ». Chaque firme de l'échantillon de contrôle appartient au même secteur que la firme étudiée ; b) calcul des moyennes et médianes pour chaque indicateur de performance étudié sur l'échantillon de contrôle ; c) calcul, pour chaque indicateur, de la différence entre la moyenne (ou la médiane) un an (ou deux ans) après l'opération et la moyenne (ou la médiane) de l'année de l'opération ; d) ajustement des variations observées. On retranche de la variation observée pour la firme celle de l'échantillon de contrôle calculée en c).

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 cinq firmes). Par ailleurs, nos échantillons de contrôle ne sont pas constitués sur la base d'une proximité avec la firme étudiée en termes de performance pré-événement.

Les résultats de cette étude figurent dans le tableau 6. Seuls les résultats ajustés par les variations des médianes sont présentés. La significativité des variations est appréciée par le test de rangs de Wilcoxon.

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 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 converge 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. 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.

Tableau 6 – Performances ex post des firmes

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

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 de sa médiane de x % sur la période considérée, l'EBIT des firmes se désengageant connaîtra une varia-

tion de $x + 27$ % l'année suivant le désengagement et de $x + 56$ % entre l'année du désengagement et la deuxième année.

Cette analyse se trouve confirmée par l'étude du niveau des actifs totaux des firmes étudiées qui ne progresse que de 8,4 % en moyenne (de 3,2 % pour la médiane des actifs) entre l'année du désinvestissement et l'année suivante, alors que cette progression est de 16,5 % en moyenne (21,3 % pour la médiane) entre l'année suivant le désinvestissement et la deuxième année.

Les 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 désengagement¹³ sont encore plus marquées deux ans après.

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 le ROIC. Ce contraste dans l'amplitude des variations s'explique par l'évolution des dénominateurs. *L'actif total* (dénominateur du ROA) *et l'endettement à LT* (une des composantes du dénominateur du ROIC) *augmentent* certes après le désengagement, mais *à un rythme très inférieur à celui des capitaux propres* (dénominateur du ROE). Il en résulte une progression du ROE moins sensible que celles du ROA et du ROIC.

En résumé, les performances des firmes étudiées après désengagement s'améliorent par rapport à la médiane (et à 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); elle s'accompagne d'une « pause » dans la politique d'investissement l'année suivant le désinvestissement. Par ailleurs, les firmes qui se désengagent pratiquent, *relativement à leurs pairs*, une politique de « désendettement » (en termes de rééquilibrage de la structure financière et non en valeur absolue).

¹³ La constatation comptable d'une éventuelle plus-value se fait normalement au cours de l'exercice pendant lequel a lieu la cession, elle n'explique donc pas (bien au contraire) les variations de nos indicateurs comptables.

Ces résultats semblent confirmer l'hypothèse d'élimination de synergies négatives (H1) émise au départ. Mais d'autres tests doivent être menés si l'on veut attribuer en partie ces bonnes performances aux opérations de désengagement.

4. Test des hypothèses

Cette section 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. Élimination de synergies négatives

L'impact globalement positif des opérations de désengagement-recentrage sur la profitabilité constitue-t-il une source de la performance *ex ante* que leur accordent les actionnaires? Si les marchés sont efficients, une relation positive significative entre les rentabilités anormales observées 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 établissant une régression entre les différentes rentabilités anormales observées (rentabilités pré-, centrées et post-désengagement) lors de l'annonce de l'opération et les variations ajustées sectoriellement des indicateurs comptables. La taille de l'entreprise, traditionnellement liée aux rentabilités anormales, est aussi intégrée comme variable explicative sous la forme du logarithme de la capitalisation boursière juste avant la date d'annonce du désinvestissement. Le degré de signification des coefficients obtenus est très sensible au type de rentabilités (RAC1, RAC2, RAC3) utilisées et à la période sur laquelle elles sont cumulées, surtout compte tenu du faible nombre de données disponibles (35 à 36 désengagements). Cependant, quelle que soit la RAC utilisée comme variable expliquée, le signe des coefficients des variables « variations d'indicateurs de performance » reste positif. Nous ne présentons dans le tableau 7 que les résultats suffisamment significatifs.

Tableau 7 – Régression entre les RAC et les variations de performances ex post

Variables explicatives	Nombre d'observations	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 respectivement 95 et 90 %.

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.

Notons que la procédure qui vise ainsi à mettre en rapport des rentabilités anormales et des variables explicatives par la méthode des moindres carrés ordinaires a été contestée par certains. B. E. Eckbo et *al.* [1990] estiment que cette méthodologie est inadaptée dans le cas où l'effet d'annonce étudié est un événement volontairement engagé par la firme. 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.

Nos 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 section 1.*

On peut 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 retenues comme variables explicatives (résultats non reportés). Par ailleurs, on a vu (cf. la section 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 (délestage 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 l'entreprise réinvestir le produit de la vente dans une nouvelle activité créatrice de synergies.

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

La réduction du degré 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. la section 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 entre les rentabilités anormales et les évolutions d'indicateurs de la diversité des activités ont été effectuées. Les résultats atteignant un seuil de signification acceptable sont présentés dans le tableau 8. Les variables expliquées sont les RAC issues d'une estimation sur une période antérieure au désengagement, calculées sur différentes fenêtres autour de l'annonce. Les variables explicatives sont les variations dans l'indice d'Herfindahl entre l'année du désinvestissement et la deuxième année (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 rentabilités anormales. Les tests F pour la régression et t pour chaque variable révèlent cependant que l'effet est significatif.

Tableau 8 – Performances ex ante et tendance stratégique

Variables explicatives	Variables expliquées	
	RAC(1) j - 1 à j + 2	RAC(1) j - 2 à j + 2
Variation de l'indice d'Herfindahl 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 %.

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

Il existe un lien négatif entre la tendance de la firme à se spécialiser 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. À ce résultat on peut trouver différentes explications. D'abord, il a été montré (cf. la section 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 in-

vestir 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. Les résultats obtenus n'ont aucune signification statistique à un seuil de 90 %. Nous avons aussi tenté d'intégrer les opportunités d'investissement dont dispose la firme (approximées par le Q de Tobin), mais cette fois encore les résultats n'ont pas satisfait nos attentes.

Nous concluons donc 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 permettent 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 œuvre d'alliances se concentrant sur quelques activités qui pourraient recevoir un accueil favorable des actionnaires ?). Elle nécessite des recherches plus poussées allant dans ce sens.

Bibliographie

- 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*, Vol. 41, p. 359-399.
- Batsch L. [1992], « Aspects financiers et stratégiques des politiques de recentrage des groupes industriels en France », Thèse Université Paris IX-Dauphine.
- Berger P. G., Ofek E. [1995], « Diversification Effect on Firm Value », *Journal of Financial Economics*, Vol. 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*, Vol. 14, p. 3-31.
- Cadiou C. [1990], *Le redéploiement stratégique de l'entreprise*, Paris, Les Éditions d'Organisation.
- Comment R., Jarrel G A. [1995], « Corporate Focus and Stock Return », *Journal of Financial Economics*, Vol. 37, p. 67-87.
- Derhy A. [1995], « Les fusions et acquisitions en France de 1959 à 1992 », *Revue d'Économie Industrielle*, N° 73, 3è 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*, Vol. 3, p. 53-81.
- Hachette I., [1994], *Opérations financières et transfert de richesse*, Paris, PUF.
- 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.
- John K., Ofek E. [1995], « Asset Sales and Increase in Focus », *Journal of Financial Economics*, Vol. 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*, Vol. 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.
- Meyer M., Milgrom P., Roberts J. [1992], « Organizational Prospects, Influence Costs and Ownership Changes », *Journal of Economic and Management Strategy*, Vol. 1, p. 9-35.
- 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*, Vol. 13, p. 187-221.

Prabhala N. R. [1997], « Conditional 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, N° 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 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*, Vol 25, p. 123-139.