

# Recentrage stratégique et politique de financement : le cas des firmes cotées en Europe (1987-2003)

Jean-Étienne PALARD\*

Université Bordeaux IV Montesquieu

Classification JEL : G32, G20 – Réception : février 2007 ; Acceptation : juin 2007

Correspondance : palard@u-bordeaux4.fr

*Résumé* : La transformation du périmètre d'activité des groupes, caractérisée depuis vingt ans par un mouvement en faveur du recentrage stratégique, a-t-elle contribué à modifier leur politique de financement ? Cet article vise à analyser et à tester l'influence de la diversité stratégique sur l'évolution de la structure financière des 250 principales firmes cotées en Europe. À partir d'analyses univariées et multivariées sur données de panel, nous observons que les entreprises spécialisées ou en phase de recentrage sont significativement moins endettées et à moins long terme que les firmes diversifiées. Par ailleurs, le mouvement de recentrage stratégique observé en Europe est positivement corrélé à la réduction du niveau d'endettement.

*Mots clés* : recentrage – diversification – structure du capital – capacité d'endettement.

*Abstract* : Do corporate refocusing strategies reduce the debt ratio of firms ? In this paper, we try to analyze and to test empirically the effect of corporate focus on financial structure among a sample of 250 listed European firms. From univariate and multivariate analysis with dynamic panel data, we show that (1) more focused firms carry a significantly lower level of debt than diversified companies and (2) the movement of corporate refocusing is positively correlated with a decrease in debt levels.

*Key words* : corporate focus – diversification – financial structure – debt capacity.

---

\* L'auteur est doctorant et Allocataire Moniteur Normalien à l'Université Montesquieu Bordeaux IV. Une version préliminaire de cet article a fait l'objet d'une présentation lors de la conférence l'AFFI organisé à Poitiers en Juin 2006. L'auteur remercie les participants à cette journée pour leurs commentaires et suggestions. Ces remerciements vont également aux Professeurs Gérard Hirigoyen de l'Université Montesquieu Bordeaux IV et Narjess Boubakri et Jean-Claude Cosset d'HEC Montréal pour leurs commentaires constructifs sur une première version de cet article. Enfin, l'auteur tient à remercier les deux rapporteurs anonymes de la revue. Les erreurs et omissions ne sont imputables qu'à l'auteur.

Depuis les travaux fondateurs de Modigliani et Miller (1958) sur la structure du capital des firmes, un nombre considérable de travaux théoriques et empiriques ont été réalisés sur les déterminants de la politique de financement et leurs conséquences sur la valeur de la firme. Sur le plan théorique, les recherches en finance ont été consacrées jusqu'à une période récente, soit à l'étude des modifications structurelles de l'actif des entreprises, soit à l'analyse de la modification de la structure de leur passif, c'est-à-dire, en première approche, la répartition entre dettes et capitaux propres. Cette approche dichotomique a cependant été remise en cause par de très nombreux travaux qui ont cherché à intégrer les interactions entre la structure de l'actif et la structure du passif pour mieux appréhender les déterminants de la structure de financement des groupes. L'article de Harris et Raviv (1991) synthétise l'ensemble des contributions théoriques sur ce thème. Cette thématique s'articule autour de trois courants fondamentaux : l'approche contractuelle, fondée sur les modèles de type principal-agent, l'approche informationnelle, résultant des problèmes d'asymétries d'information et de signalisation, et l'approche dite « *stratégique* », fondée sur les caractéristiques de l'offre de produits et la structure concurrentielle des marchés.

Ce dernier courant a, jusqu'ici, été encore peu abordé dans la littérature financière. Or, dès que certaines hypothèses liées aux caractéristiques du produit ou à l'intensité de la concurrence sont levées, Barton et Gordon (1988) et Bellalah (2002) soulignent que les modèles tirés de l'économie industrielle et du management stratégique offrent des résultats très intéressants pour comprendre comment une firme choisit la structure de son financement<sup>1</sup>. Cette étude se situe dans le double courant de recherche qui s'intéresse à la fois à la dynamique et aux déterminants stratégiques de la politique de financement des entreprises. L'objet de l'article vise, plus précisément, à analyser et à mesurer l'effet de l'évolution du périmètre d'activité stratégique sur la structure

---

<sup>1</sup> D'un point de vue théorique, Bellalah (2002) observe que « *les modèles de structure financière fondés sur des préoccupations organisationnelles offrent des résultats très intéressants pour le choix de la structure du capital. Ces modèles expliquent les relations entre la structure du capital et les caractéristiques de l'offre, de la demande et de la concurrence dans un secteur ou une branche donnée. Dans la mesure où cette approche est encore récente, il serait intéressant d'examiner l'impact du choix d'autres variables stratégiques comme le niveau de diversification, les dépenses de recherche et développement ou les caractéristiques du produit sur la structure du capital (p. 95-96)* ».

financière des principaux groupes cotés en Europe. Cette évolution a été marquée depuis une vingtaine d'années par un mouvement profond en faveur du recentrage stratégique des firmes sur leur cœur de métier (*core business*) ou autour de leurs compétences-clés (*core competencies*) (Hamel et Prahalad, 1990). En stratégie, le recentrage procède avant tout d'une transformation du périmètre et de la structure des activités d'une entreprise qui implique le retour au métier de base de la firme (Johnson, 1996). Ce processus est souvent synonyme de « *dé-diversification* » ou de « *dé-conglomération* » (Markides, 1995). En finance, la définition du recentrage est beaucoup plus étroite. Elle est le plus souvent assimilée à une opération de désinvestissement par cession (*sell-off*) (Perdreau, 1998) ou par scission d'actifs (*spin-off*) (Barneto, 2003) se traduisant par une réduction du nombre d'activités déployées au sein de l'entreprise. Pour autant, la tendance au recentrage ne fait pas débat au cours des années 80 et 90 (Batsch, 2003), la trajectoire vers la focalisation ayant été particulièrement marquée aux États-Unis. La tendance en Europe, bien que peu étudiée, paraît en revanche à la fois moins spectaculaire et plus récente : les travaux de Stonham (1997) et Devogelaer (2003) montrent que le processus de recentrage ne s'est accéléré en Europe qu'à partir de 1993.

Il demeure assez surprenant que très peu d'études en finance n'aient cherché à mesurer l'effet de ce mouvement sur l'évolution de la politique de financement des groupes. D'une part, cette évolution semble coïncider avec la vague de désendettement des grandes entreprises opérée à partir du début des années 90. De nombreuses études empiriques réalisées auprès de directeurs financiers indiquent justement que le désendettement constitue le premier motif affiché par les dirigeants lors d'opérations de recentrage (Sentis, 1995). D'autre part, si le recentrage stratégique accroît globalement la rentabilité et la performance financière d'une entreprise, tant à court terme, le marché réagissant positivement aux annonces de recentrage (Comment et Jarrel, 1995), qu'à long terme (Berger et Ofek, 1999), on peut légitimement supposer que ce type de stratégie s'accompagne d'une réduction du niveau d'endettement des firmes. D'après la théorie du financement hiérarchique, la dette baisse avec le niveau de profitabilité de l'entreprise. Enfin, si le risque total d'une entreprise peut s'exprimer comme la somme de son risque opérationnel et de son risque financier, la capacité d'endettement d'une entreprise devrait être d'autant plus faible que son niveau de focalisation stratégique est élevé.

L'apport de cet article se situe sur un plan à la fois méthodologique et empirique. D'un point de vue méthodologique, l'originalité du papier consiste à étudier un échantillon de données de panel composées des 250 plus grandes sociétés européennes cotées sur les huit principaux marchés actions en Europe entre 1987 et 2003. Une mesure continue objective de la diversité stratégique des firmes, fondée sur l'indice d'Herfindahl, a été privilégiée. Ce type de mesure s'oppose aux mesures catégorielles objectives fondées sur les codes d'activité généralement utilisées dans la littérature. Nous avons, par ailleurs, retenu deux niveaux d'analyse distincts : des analyses univariées fondées sur des tests paramétriques et des régressions multiples sur données de panel fondées sur des modèles à effets fixes. Sur le plan empirique, notre travail met en exergue deux résultats principaux. D'une part, les entreprises les plus spécialisées sont à la fois moins endettées et à moins long terme que les firmes diversifiées. D'autre part, les groupes qui se sont particulièrement recentrés au cours de la période d'étude ont enregistré une forte réduction de leur niveau d'endettement.

L'article est structuré de la manière suivante. La partie 1 présente une revue de la littérature théorique et empirique à propos des liens entre recentrage stratégique et politique financière. Les parties 2 et 3 décrivent respectivement la procédure de sélection de l'échantillon et la méthodologie de recherche et d'analyse des données. La partie 4 synthétise les résultats des analyses univariées et multivariées et propose des tests de robustesse. Dans la conclusion, nous discutons la pertinence des résultats et concluons en reprenant les principaux résultats.

## 1. Revue de la littérature

### 1.1. *Périmètre d'activité, diversification et capacité d'endettement*

Les travaux de Lewellen (1971) mettent en évidence que la diversité stratégique des activités d'une firme favorise la diminution du risque opérationnel grâce au mécanisme de coassurance entre les branches : la combinaison d'activités dont les *cash flows* sont imparfaitement corrélés réduit l'exposition des investisseurs aux aléas économiques en raison de la diminution du risque financier global de l'entreprise, ce qui accroît, de fait, la capacité d'endettement de la firme. Gahlon et Storer (1979) montrent ainsi que les conglomerats ont globalement plus re-

cours au financement obligataire que les entreprises non diversifiées. Dans le modèle Li et Li (1996), les firmes diversifiées, dont le niveau d'endettement est insuffisant, ont tendance à investir de manière non optimale. Pour eux, il existe un niveau d'endettement optimal qui dépend de la sensibilité des *cash flows* des projets d'investissement aux *cash flows* des activités existantes. À l'instar de Chkir (2004), si l'on considère le risque total d'une entreprise comme la somme de son risque opérationnel, qui découle de la nature de ses activités, et de son risque financier, qui découle de son niveau d'endettement, la capacité d'endettement de la firme devrait être d'autant plus élevée que le niveau de diversification stratégique est important pour un même niveau de risque total. Par conséquent, les entreprises diversifiées devraient théoriquement être plus endettées que les firmes spécialisées sur un ou quelques segments d'activité complémentaires.

Par ailleurs, d'après Williamson (1988), le choix entre le financement par capitaux propres ou endettement dépend des coûts de transaction associés aux contrats dont la valeur est déterminée par les droits sur les *cash flows* résiduels générés par les actifs. Le choix entre l'une des deux formes de contrat représente deux structures de gouvernance alternatives qui dépendent de deux éléments fondamentaux : la spécificité des actifs à financer et la fréquence des transactions. Les firmes diversifiées dont les actifs sont peu spécifiques et la fréquence des transactions financières est importante doivent être financées par endettement. En revanche, les entreprises peu diversifiées, dont les actifs sont très spécifiques, doivent privilégier un financement par capitaux propres.

Les résultats des études empiriques ont tendance à confirmer cette hypothèse. Riahi-Belkaoui et Bannister (1994) observent que les firmes fortement diversifiées présentent un niveau d'endettement plus élevé que celui des firmes faiblement diversifiées. Comment et Jarrel (1995) trouvent également sur un échantillon de 2000 entreprises US cotées que le taux d'endettement, mesuré par le ratio dettes/actif total, est d'environ 38 % à 40 % pour les firmes diversifiées, alors qu'il n'est que de 32 % pour l'ensemble des firmes non diversifiées. Sur un échantillon de 107 opérations de recentrage menées par des firmes américaines, entre 1987 et 1993, Berger et Ofek (1999) montrent que les firmes en phase de recentrage se sont plus désendettées que les firmes de taille et de secteur comparables n'ayant pas mis en œuvre de telles opérations. Les travaux de Singh et al. (2003) confirment ces ré-

sultats en contrôlant l'effet de la diversification géographique sur la capacité d'endettement des entreprises. Pour autant, la robustesse de ces résultats peut toutefois être contestée puisque la mesure de la diversité stratégique est principalement fondée sur le calcul d'un nombre de codes d'activités. Or, les indices de concentration de type Herfindahl ou entropie permettent d'appréhender de manière plus précise le niveau de diversité stratégique d'une entreprise. L'hypothèse 1 sera donc testée en considérant le niveau de diversité stratégique de chaque entreprise en fonction de la valeur de l'indice d'Herfindahl.

*Hypothèse 1 : Le niveau de recentrage stratégique d'une entreprise a un effet négatif sur sa capacité d'endettement : les entreprises fortement diversifiées sont plus endettées que les firmes spécialisées ou à diversification liée.*

## **1.2. Taille de la firme, diversité stratégique et maturité de la dette**

S'il apparaît que la diversité stratégique des activités d'une entreprise a un effet positif sur sa capacité d'endettement, l'évolution du périmètre d'activité influence directement la maturité de sa structure de financement. Damodaran (1999) rappelle que l'un des objectifs de la politique financière d'une entreprise consiste précisément à faire coïncider les *cash flows* dégagés par l'actif avec les *cash flows* exigés du passif. L'adéquation entre la structure de l'actif et celle du passif se trouve ainsi au centre de la problématique de nombreuses entreprises confrontées à des ajustements fréquents de leur structure organisationnelle.

La problématique liée à la maturité de l'endettement a fait l'objet de nombreux développements théoriques. Différents arguments ont été avancés pour en expliquer les déterminants. Les théoriciens de l'agence montrent que la dette à court terme protège les créanciers grâce à la réduction du risque de surinvestissement mais ce dispositif de financement réduit la flexibilité stratégique. L'endettement à court terme a donc tendance à limiter les coûts d'agence en réduisant le niveau d'asymétrie informationnelle entre actionnaires (*insiders*) et créanciers (*outsiders*). Pour Habib et Johnsen (1999), le choix de la maturité du financement dépend plutôt du niveau de spécificité et de redéploiement potentiel des actifs : les actifs liquides et peu spécifiques pour lesquels les créanciers sont bien protégés doivent faire l'objet d'un financement à court terme contrairement aux actifs très spécifiques, dont les usages

alternatifs sont limités et la valeur liquidative est faible. Bagwell et Zechner (1993) supposent que la gestion de la maturité de la dette dépend surtout des activités d'influence des dirigeants divisionnels sur leurs branches d'activité. La dette à court terme favorise en effet plutôt les branches d'activité dont la rentabilité est forte à court terme alors que l'augmentation relative de la dette à long terme encourage la liquidation des branches d'activités peu performantes à court terme. Les opérations de désinvestissement favorisent ainsi la réduction de l'influence des directions divisionnelles dont les branches ont été cédées et accroît réciproquement le pouvoir relatif des autres directions sur l'allocation interne des fonds. Dans un contexte d'asymétries informationnelles entre la direction générale et les dirigeants de *business unit*, le niveau de diversification de l'entreprise devrait donc être corrélé positivement avec un niveau d'endettement élevé à long terme.

Les études réalisées sur des échantillons de firmes US montrent que l'endettement à long terme est corrélé positivement avec la taille et le niveau de diversification des entreprises et négativement avec les opportunités de croissance, le niveau d'asymétrie d'information et le degré de spécificité et de risque des actifs. Ozkan (2000) confirme ces résultats sur un échantillon de 429 sociétés britanniques cotées entre 1983 et 1996. Sur un échantillon de 30 pays concernant près de 8 000 sociétés entre 1980 et 1991, Demirgüç-Kunt et Maksimovic (1999) observent aussi que les firmes de petite taille sont endettées significativement à plus court terme que les firmes de grande taille.

*Hypothèse 2 : Le niveau de recentrage stratégique d'une entreprise a un impact négatif sur la maturité de son endettement : les entreprises de grande taille fortement diversifiées s'endettent à plus long terme que les firmes de faible taille et peu diversifiées.*

### **1.3. Diversification, recentrage stratégique et niveau d'endettement**

D'un point de vue dynamique, l'évolution du périmètre d'activité d'une entreprise agit directement sur l'évolution de sa capacité d'endettement. En étendant le raisonnement précédemment développé, on peut montrer qu'une politique de diversification stratégique accroît les possibilités de coassurance entre les branches, ce qui augmente mécaniquement la capacité d'endettement de la firme. Inversement, une stratégie de recentrage doit réduire les possibilités de coassurance en

augmentant le risque opérationnel sur les actifs de l'entreprise. Ce type de stratégie doit donc s'accompagner d'une réduction du niveau d'endettement grâce à la réduction du risque financier.

Cet argument supporte la théorie du financement hiérarchique ainsi que la théorie des coûts de transaction. Si le mouvement de recentrage stratégique est associé à une augmentation des performances et de la rentabilité de la firme, l'augmentation de la rentabilité devrait accroître la capacité d'autofinancement et favoriser, de fait, les stratégies de désendettement puisque les entreprises privilégient l'utilisation des ressources financières internes pour financer leur croissance au détriment des ressources externes. De nombreuses études empiriques ont ainsi montré que le niveau de recentrage est négativement corrélé au taux d'endettement. Les travaux théoriques de Matsusaka et Nanda (2002) et les résultats empiriques de Berger et Ofek (1999) montrent par ailleurs que les politiques de recentrage sont associées à une augmentation du niveau de spécificité des actifs. Or, d'après Williamson (1988), le niveau d'endettement de l'entreprise est négativement corrélé avec la spécificité de ses actifs. On peut donc raisonnablement supposer que :

*Hypothèse 3 : Les phases de diversification stratégique sont positivement corrélées avec les phases d'augmentation du niveau d'endettement des entreprises. Inversement, les phases de recentrage stratégique sont positivement corrélées avec les phases de diminution du niveau d'endettement des firmes.*

## **2. Sélection de l'échantillon et source des données**

### **2.1. Choix de la base de données**

La méthode de sélection de l'échantillon s'inspire de l'étude de Lins et Servaes (1999), qui porte sur les stratégies de diversification et la décote comparée des conglomérats en Allemagne, au Japon et au Royaume-Uni. L'échantillon est constitué des 250 principales valeurs européennes non financières cotées en Allemagne, France, Royaume-Uni, Suisse, Italie, Pays-Bas, Espagne et Belgique, à partir des données fournies par Worldscope sur la période 1987-2003. Worldscope fournit des données financières, ainsi que des informations concernant

l'activité des entreprises, sur un nombre important de sociétés cotées dans 47 pays du monde.

## **2.2. Choix des pays et de la période d'étude**

Le choix concernant les pays européens a d'abord été guidé par le niveau de développement des marchés financiers et le nombre de sociétés cotées. Les sept principaux marchés action des pays de l'Union Européenne ont ainsi été sélectionnés auxquels a été ajoutée la Suisse<sup>2</sup>. L'horizon temporel, compris entre 1987 et 2003, permet, d'une part, de mettre en évidence l'évolution du périmètre d'activité stratégique des entreprises sur longue période, d'autre part, d'analyser l'effet de la création du Marché Unique, à partir de 1993, sur l'évolution du périmètre d'activité des groupes.

La population regroupant l'ensemble des sociétés cotées sur le principal marché actions du pays a été au préalable constitué pour les huit pays étudiés répertoriés dans *Worldscope* sur la période. Par ailleurs, les entreprises dont l'activité principale se situe entre les codes SIC 6000 et SIC 9999 (*Standard Industrial Classification*) ont été exclues, c'est-à-dire celles du secteur Banque-Finance-Assurance-Immobilier (SIC 6000-6900) et celles du secteur des services (SIC 7000-9999). La diversité des activités des entreprises a, par ailleurs, été considérée au niveau des groupes ce qui élimine *de facto* les filiales cotées de ces groupes. Toutes les filiales cotées ont donc été exclues pour ne conserver que les sociétés-mères afin de limiter les biais liés à la non-autonomie stratégique des filiales. Les holdings purement financiers qui n'apparaissent pas dans la catégorie SIC 6500-6700 ont enfin été éliminés.

L'échantillon de départ est donc constitué de l'ensemble des firmes dont les codes SIC étaient compris entre 0010 et 5900 et dont le chiffre d'affaires et la capitalisation boursière étaient supérieurs à 100 M€ sur l'ensemble des 17 années, ce qui a abouti à un premier échantillon brut de 455 firmes. De ce premier échantillon, ont été retirées toutes les sociétés dont les données dans *Worldscope* faisaient état de codes *SIC*

---

<sup>2</sup> La Suisse ne fait bien entendu pas partie de l'Union Européenne. Pour autant, les grandes entreprises helvètes sont fortement impliquées dans le tissu économique européen. Par ailleurs, les réglementations de la Commission Européenne sur le contrôle des concentrations s'appliquent également aux sociétés suisses.

multiples et dont les ventes étaient toutes groupées sans distinction d'activité ainsi que les sociétés supprimées de la cote (*delisted*) et celles bénéficiant d'une double cotation sur un des huit marchés-actions sélectionnés.

### 3. Méthodologie et mesure des variables

#### 3.1. Mesures des variables

##### *Le taux d'endettement (DT, LEV et DLT)*

Le choix d'une mesure d'endettement dépend, avant tout, de l'objectif théorique que l'on se fixe dans le cadre d'une étude empirique. Afin d'apprécier le niveau et la maturité de l'endettement des entreprises, nous avons privilégié trois types de mesures classiquement utilisées en finance d'entreprise : le ratio Dette Totale / Actif Total (*DT*), le ratio Dette Nette / Capitaux Propres (*LEV*) et le ratio Dettes Financière à Long Terme / Actif Total (*DLT*). Ces trois mesures ont été calculées à partir des valeurs comptables et des valeurs de marché des capitaux propres<sup>3</sup>.

##### *Le niveau de focalisation stratégique (FOCUS)*

La mesure du niveau de diversité des activités de chaque entreprise a été évaluée à partir de l'indice d'Herfindahl fondé sur la répartition du chiffre d'affaires par activité. Il correspond à un indice de concentration qui se calcule de la manière suivante :

$$H = \sum_{i=1}^n \left[ \frac{S_i}{\sum_{i=1}^n S_i} \right]^2$$

où  $S_i$  représente la contribution de l'activité  $i$  dans le chiffre d'affaires total d'une entreprise constitué de  $n$  activités.

##### *La taille de la firme (SIZE)*

---

<sup>3</sup> Les travaux empiriques portant sur les déterminants de la structure du financement des groupes font état de mesures très diverses. Il convient d'abord de rappeler que travailler à partir d'un échantillon de groupes européens cotés pose un certain nombre de difficultés d'un point de vue de l'harmonisation des données comptables et financières. Il existe, en effet, des différences substantielles dans le traitement comptable de certains postes (valorisation de l'actif immobilisé, traitement des crédit-baux, retraites...) rendant les comparaisons financières entre pays parfois délicates.

D'après la théorie du compromis (*trade-off theory*), qui suppose l'existence d'une structure financière optimale, les entreprises de grande taille fortement diversifiées, dont la volatilité des *cash-flows* est faible, devraient être plus endettées que les firmes de taille plus réduite et plus spécialisées, dont la volatilité des *cash-flows* est forte. Nous avons donc retenu comme *proxy* la taille de la firme (*SIZE*) mesurée par le logarithme du chiffre d'affaires. Cette mesure peut donc aussi être considérée comme une mesure indirecte de la volatilité des *cash-flows*. Bien entendu, la taille pourrait également être un *proxy* d'autres facteurs tels que l'âge, le risque de faillite ou la facilité d'accès des entreprises aux marchés financiers.

#### *La structure de propriété (IOWN)*

La seconde référence théorique s'appuie sur les développements de la théorie de l'agence. Dans les modèles principal-agent, les intérêts des dirigeants ne sont pas alignés sur ceux des actionnaires : les managers ont tendance à gaspiller les *free cash flows*, c'est-à-dire le montant des flux de trésorerie disponibles une fois que les investissements rentables ont été entrepris, et ce au détriment des propriétaires. Ainsi, les firmes dont les actionnaires sont fortement impliqués dans les prises de décisions stratégiques et, au sein desquelles l'intérêt des managers converge avec celui des actionnaires, seront globalement moins endettées. En revanche, les firmes dont l'actionnariat est plus dispersé seront plus endettées. La dette dispose, en ce sens, de deux avantages importants pour les investisseurs. Elle permet d'accroître la rentabilité des fonds propres par le mécanisme de l'effet de levier. Elle constitue aussi un puissant mécanisme de contrôle de l'action des dirigeants. Chaganti et Damanpour (1991) ont montré notamment aux États-Unis et au Canada que le pourcentage de contrôle des institutionnels était négativement corrélé au niveau d'endettement des groupes et positivement corrélé à leur niveau de performance. Ces entreprises étaient, par ailleurs, endettées à plus long terme que les firmes dont l'actionnariat était moins dispersé. Nous avons donc privilégié les données collectées sur l'actionnariat institutionnel des groupes européens pour évaluer l'effet des coûts d'agence internes sur la structure financière. La variable (*IOWN*) a été retenue : elle représente le pourcentage de détention du capital social des investisseurs institutionnels au sens large (banques, compagnies d'assurance, fonds de pension, fonds mutuels). Dans le cadre de la théorie de l'agence, on peut cependant ajouter que la taille de

la firme (*SIZE*) constitue également un *proxy* des coûts d'influence internes qui conditionnent l'allocation des ressources financières entre les différentes branches.

#### *La profitabilité (ROA)*

Le *ROA* (*Return on Assets*) a été retenu pour apprécier le niveau de performance économique de la firme. Le *ROA* est donné directement dans *Worldscope* : il représente le rapport entre le résultat d'exploitation et le montant des ressources financières mobilisées, c'est-à-dire la somme des capitaux propres et des dettes, qui correspond également au montant de l'actif total.

#### *Les opportunités d'investissement (MKTBOOK)*

Nous avons également utilisé le ratio *Market-to-Book* (*MKTBOOK*) comme *proxy* des opportunités d'investissement. Ce ratio est égal au rapport entre la valeur des actifs évalué à la valeur de marché et leur valeur comptable ; il correspond en première approximation à l'inverse du *Q de Tobin*. Cette mesure est également reprise par Rajan et Zingales (1995).

#### *Le degré d'intangibilité des actifs (INTANG)*

Selon la théorie des coûts de transaction appliquée aux problématiques financières des entreprises (Williamson, 1988), les modalités de financement externe dépendent du degré de spécificité et du niveau de risque des actifs, d'une part, de la fréquence des transactions associées au financement de ces actifs, d'autre part. Nous rappelons que les firmes dont les actifs sont très spécifiques et les opportunités d'investissement importantes sont globalement moins endettées que les firmes dont les perspectives de croissance sont moins larges, mais les activités également moins risqués. Nous avons estimé le niveau de spécificité et de risque des actifs à partir de la variable *INTANG*, qui mesure la part des actifs incorporels dans le montant total de l'actif.

#### *Le degré d'ouverture internationale (INTERN)*

Si l'on considère que la diversification stratégique a un effet positif sur la capacité d'endettement d'une entreprise, on peut raisonnablement supposer que la diversification géographique de ses activités, correspondant à la variable *INTERN* mesurant le niveau de CA à

l'international sur le CA total, accroît son niveau d'endettement. À l'instar de Shapiro (2003), la théorie financière de l'entreprise multinationale (*EMN*) rappelle que la réduction du risque opérationnel, consécutive à l'internationalisation des activités, accroît les capacités d'endettement des *EMN*. Les résultats empiriques des études récentes Chkir et Cosset (2001), qui contrôlent notamment l'effet du niveau de focalisation stratégique, montrent que les multinationales sont globalement plus endettées que les entreprises nationales.

*Le pouvoir de marché ( MKTPOW )*

Nous avons également contrôlé l'effet du contexte concurrentiel de l'entreprise en intégrant la variable muette *MKTPOW* construite à partir de l'indice *HHI* (*Herfindahl-Hirschman Index*) mesurant le pouvoir faible (0) ou fort (1) que l'entreprise exerce sur son marché. L'indice *HHI* évalue le niveau de domination d'une firme, c'est-à-dire son pouvoir de monopole, à partir de sa part de marché. Celui-ci dépend du nombre de firmes et de leur taille relative. Il correspond à la somme pondérée des parts de marché exprimées en pourcentage de l'ensemble des entreprises présentes sur un secteur d'activité. Dans le cadre d'un monopole pur, l'indice *Herfindahl-Hirschman* est égal à 10 000 alors que, lorsque la concurrence est très forte, la valeur de l'indice est proche de 0. L'indice *HHI* peut s'exprimer mathématiquement de la même manière que l'indice d'Herfindahl. Les données sur les parts de marché sont directement disponibles dans *Worldscope* par secteur d'activité.

### *Le degré d'intermédiation financière ( BANK )*

Nous avons aussi retenu la variable muette *BANK* afin de contrôler l'effet du mode de financement et du contexte institutionnel de chaque pays. Cette variable prend la valeur (0) dans les pays où le financement est faiblement intermédié et la valeur (1) dans ceux où le financement est principalement intermédié.

### **3.2. Méthodologie d'analyse des données et modèle économétrique**

La méthodologie d'analyse des données repose sur des analyses univariées et multivariées. Dans l'analyse univariée, l'indice d'Herfindahl est fondé sur la répartition du CA par activité ( $H_{CA}$ ). Cet indice permet de définir un niveau périodique de diversité stratégique pour chaque firme. Les entreprises ont ensuite été classées en trois catégories selon la valeur de l'indice  $H_{CA}$  en reprenant le type de classification introduite par Lang et Stulz (1994). Le panel A regroupe les entreprises spécialisées dont l'indice  $H_{CA}$  est compris entre  $0,75 < H_{CA} < 1$ , le panel B, les entreprises peu diversifiées dont l'indice  $H_{CA}$  est compris entre  $0,5 < H_{CA} < 0,75$ , et le panel C, les entreprises fortement diversifiées dont l'indice  $H_{CA}$  est inférieur à 0,5. Nous avons également scindé notre échantillon en trois sous-périodes distinctes (1987-1992, 1993-1998 et 1999-2003) afin de prendre en compte les résultats de Devogelaer (2003) sur le mouvement de recentrage stratégique en Europe. Il observe, en effet, à partir de 1993, une accélération de la focalisation des grands groupes européens cotés. Nos résultats empiriques vont également dans ce sens, tout du moins jusqu'en 1999. Cette date marque en effet le début de la bulle Internet, phase durant laquelle de nombreuses entreprises ont accru l'éventail de leurs activités par des opérations de fusions-acquisitions. Le nombre d'entreprises composant chacun des panels A, B et C n'est donc pas stable entre les trois sous-périodes. L'analyse multivariée permet de mettre en évidence l'effet de l'évolution du périmètre d'activité des entreprises sur leur structure financière. Les données étant à la fois des données en séries temporelles et en coupe transversale, nous avons ainsi procédé à des régressions sur

données de panel à partir d'un modèle d'estimation à effets fixes afin de nous focaliser uniquement sur les effets temporels.

## 4. Résultats

### 4.1. Résultats de l'analyse univariée

Le Tableau 1 compare les différences de taux d'endettement moyen à partir des mesures comptables et boursières. On remarque que le ratio Dette Totale / Actif Total est significativement plus faible pour les firmes spécialisées ou recentrées que pour celles qui sont diversifiées. De même, le ratio Dette LT / Actif Total est significativement plus faible pour les entreprises spécialisées que pour celles qui sont plus diversifiées.

Si l'on étudie la période 1987-1992, on observe que le ratio Dette Totale / Actif Total mesuré en valeur comptable était de 28,7 % pour les entreprises du Panel A contre 33,1 % pour celles du Panel B et 36,2 % pour celles du Panel C, avec un intervalle de confiance respectivement supérieur à 95 % ( $t = -2,037$ ) et à 99 % ( $t = -3,776$ ). Les différences d'endettement exprimées en valeur de marché sont également statistiquement significatives : le ratio Dette Total / Actif Total était de 18,4 % pour les firmes du Panel A contre 20,7 % et 23,6 % pour celles des Panels B et C ( $t = -1,416$  et  $t = -2,413$ ). De même, au cours de la période 1993-1998, le ratio Dette Totale / Actif Total en valeur de marché était de 17,9 % pour les entreprises du Panel A contre 21,6 % et 22,3 % pour celles des Panels B et C, avec un seuil de rejet de l'hypothèse nulle supérieur à 99 %.

La maturité de l'endettement des entreprises les plus spécialisées est également moins élevée que celles des entreprises plus diversifiées. Entre 1987 et 1992, le ratio Dette Long Terme / Actif Total en valeur comptable était ainsi de 12,5 % pour les firmes du panel A contre 15,9 % (avec  $t = -3,680$ ) et 13,8 % ( $t = -2,047$ ) pour celles des panels B et C. À la période suivante, il était de 10,7 % contre respectivement 13,8 % et 13,2 % ( $t = 1,886$  et  $t = -1,690$ ). Ce ratio était de 8,0 % en valeur boursière contre 9,9 % pour les sociétés du Panel B ( $t = -2,430$ ) et 9,0 % pour celles du Panel C ( $t = -1,981$ ) au cours de la période 1987-1992, et 6,4 % contre 9,5 % ( $t = -2,569$ ) et 8,4 % ( $t = -1,474$ ) au cours de la période 1993-1998. Les résultats des tests statistiques sur les différences de structure financière mesurée par

**Tableau 1 – Statistiques descriptives et tests de comparaison de moyenne des mesures d'endettement**

		Panel A	Panel B	Panel C	Total	Panel A	Panel A	Panel B
		$0,75 < H_{CA} < 1$	$0,5 < H_{CA} < 0,75$	$H_{CA} < 0,5$		vs Panel B	vs Panel C	vs Panel C
		<i>n</i> =53	<i>n</i> =66	<i>n</i> =131	<i>n</i> =250	<i>t</i> statistic	<i>t</i> statistic	<i>t</i> statistic
<i>Période 1987-1992</i>								
Dettes Totales / Actif Total	Compta	0,287	0,331	0,362	0,333	-2,037**	-3,776***	-1,618*
	Marché	0,184	0,207	0,236	0,218	-1,416*	-2,413***	-1,998**
Dettes Nette / Capitaux Propres	Compta	0,524	0,543	0,571	0,552	-0,692	-1,923**	-1,367*
	Marché	0,345	0,331	0,378	0,363	0,455	-1,250	-2,723***
Dettes LT / Actif Total	Compta	0,125	0,159	0,138	0,136	-3,680***	-2,047**	3,077***
	Marché	0,080	0,099	0,090	0,092	-2,430***	-1,981**	2,103**
<i>Période 1993-1998</i>								
Dettes Totales / Actif Total	Compta	0,269	0,283	0,317	0,298	-1,491**	-2,746***	-0,834
	Marché	0,179	0,216	0,223	0,211	-2,331***	-2,925***	-1,041
Dettes Nette / Capitaux Propres	Compta	0,524	0,561	0,592	0,576	-0,942	-1,388	-0,750
	Marché	0,289	0,313	0,346	0,321	-1,273	-1,843**	-1,095
Dettes LT / Actif Total	Compta	0,107	0,138	0,132	0,129	-1,886**	-1,690**	0,365
	Marché	0,064	0,095	0,084	0,082	-2,569***	-1,474*	1,139
<i>Période 1999-2003</i>								
Dettes Totales / Actif Total	Compta	0,322	0,375	0,409	0,381	-2,091**	-2,976***	-0,460
	Marché	0,251	0,226	0,263	0,244	0,552	-0,230	-1,737*
Dettes Nette / Capitaux Propres	Compta	0,717	0,766	0,798	0,771	-0,642	2,016**	-0,487
	Marché	0,453	0,431	0,399	0,426	1,308	1,099	0,831
Dettes LT / Actif Total	Compta	0,133	0,147	0,155	0,147	-1,115	-1,641*	-0,825
	Marché	0,104	0,089	0,100	0,096	0,759	0,245	-0,966

\* Seuil de significativité à 0,10

\*\* Seuil de significativité à 0,05

\*\*\* Seuil de significativité à 0,01

Note : L'échantillon est composé des 250 principales entreprises européennes cotées au cours de la période 1987-2003. Chaque firme a été classée selon une des trois catégories (Panel A, B ou C) en fonction de la valeur de l'indice d'Herfindahl fondé sur la répartition de son chiffre d'affaires par activité. Le niveau d'endettement a été mesuré en valeur comptable et boursière à partir de deux ratios : Dette Totale / Actif Total et Dette Nette / Capitaux Propres. La maturité de la dette a été évaluée à partir du ratio Dette à Long Terme / Actif Total. Les tests unilatéraux de comparaison de moyennes ont été effectués entre chacun des trois sous-échantillons à partir de tests de Student unilatéraux (la valeur du *t* de Student est reportée dans le tableau).

le ratio Dette Nette / Capitaux Propres, en revanche, ne sont pas significatifs.

Les résultats de ces analyses univariées concernant les ratios Dette Totale / Actif Total et Dette LT / Actif Total tendent à valider les deux premières hypothèses : les firmes recentrées sont globalement moins endettées et à moins long terme que les firmes diversifiées. Ce résultat va ainsi dans le sens des résultats observés par Singh et al. (2003) sur un échantillon de près 1 150 entreprises américaines cotées sur le NYSE et le NASDAQ étudiées entre 1994 et 1996.

Ils trouvent que le taux d'endettement moyen mesuré par le ratio Dette Totale / Actif Total est significativement plus élevé pour les firmes diversifiées (27,52 %) que pour les entreprises spécialisées (24,34 %). Les travaux empiriques de Chkir (2004) sur la structure financière des firmes multinationales confirme également nos conclusions. En revanche, contrairement aux observations internationales de Lins et Servaes (1999) réalisées sur les principaux groupes cotés en Allemagne, au Japon et au Royaume-Uni, les données du Tableau 1 ne permettent pas de mettre en évidence des différences significatives pour la structure financière mesurée par la variable *LEV*.

Autrement dit, le levier d'endettement des firmes diversifiées n'est pas plus élevé que celui des firmes spécialisées. Selon nous, cette différence de résultat tient essentiellement à la mesure utilisée dans ces deux types de travaux.

## **4.2. Résultats des régressions multiples sur données de panel**

### **4.2.1. Présentation du modèle économétrique**

Dans les régressions multiples testées, nous reprenons les trois variables précédemment étudiées pour mesurer le niveau et la maturité de l'endettement des firmes : le niveau d'endettement est mesuré par le ratio Dette Totale / Actif Total (*DT*), le levier financier par le ratio Dette Nette / Capitaux Propres (*LEV*) et la maturité de la dette par le ratio Dette à Long Terme / Actif Total (*DLT*). Chacune de ces mesures a été effectuée en valeur comptable et en valeur de marché. Pour contrôler l'effet de l'évolution du périmètre d'activité des firmes sur chacune de ces variables d'endettement, nous avons considéré les trois modèles à effets fixes suivants :

$$DT_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 FOCUS_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 INTERN_{it} + \alpha_4 INTANG_{it} + \alpha_5 ROA_{it} + \alpha_6 MKTBOOK_{it} + \alpha_7 IOWN_{it} + \alpha_8 MKTPOW_{it} + \alpha_9 BANK_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$LEV_{it} = \beta_0 + \beta_1 FOCUS_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 INTERN_{it} + \beta_4 INTANG_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 MKTBOOK_{it} + \beta_7 IOWN_{it} + \beta_8 MKTPOW_{it} + \beta_9 BANK_{it} + \eta_{it} \quad (2)$$

$$DLT_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 FOCUS_{it} + \gamma_2 SIZE_{it} + \gamma_3 INTERN_{it} + \gamma_4 INTANG_{it} + \gamma_5 ROA_{it} + \gamma_6 MKTBOOK_{it} + \gamma_7 IOWN_{it} + \gamma_8 MKTPOW_{it} + \gamma_9 BANK_{it} + v_{it} \quad (3)$$

Baltagi (1995) souligne que l'utilisation d'un modèle à effets fixes constitue un moyen d'estimation des paramètres relativement robuste. Cette méthodologie permet en effet d'absorber au niveau des termes constants, correspondant ici à  $\alpha_i$ ,  $\beta_i$  et  $\gamma_i$ , les variables omises dont l'effet potentiel serait constant sur une seule entreprise au cours des différentes périodes ou dont l'effet potentiel affecterait l'ensemble des firmes mais ne serait pas constant dans le temps. L'intérêt principal des modèles à effets fixes est de se focaliser sur les effets temporels puisque les effets fixes sont absorbés par les termes constants  $\alpha_i$ ,  $\beta_i$  et  $\gamma_i$ . Les trois modèles (5.1), (5.2) et (5.3) sont ainsi équivalents aux modèles dans lesquels le terme constant est le même pour toutes les firmes. Pour cela, l'astuce de la modélisation consiste à soustraire la moyenne de chaque variable calculée sur l'ensemble de la période d'étude aux variables exogènes et endogènes du modèle.

$$(DT_{it} - \overline{DT}_i) = \alpha_0 + \alpha_1 (FOCUS_{it} - \overline{FOCUS}_i) + \alpha_2 (SIZE_{it} - \overline{SIZE}_i) + \alpha_3 (INTERN_{it} - \overline{INTERN}_i) + \alpha_4 (INTANG_{it} - \overline{INTANG}_i) + \alpha_5 (ROA_{it} - \overline{ROA}_i) + \alpha_6 (MKTBOOK_{it} - \overline{MKTBOOK}_i) + \alpha_7 (IOWN_{it} - \overline{IOWN}_i) + \alpha_8 (MKTPOW_{it} - \overline{MKTPOW}_i) + \alpha_9 (BANK_{it} - \overline{BANK}_i) + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

$$(LEV_{it} - \overline{LEV}_i) = \beta_0 + \beta_1 (FOCUS_{it} - \overline{FOCUS}_i) + \beta_2 (SIZE_{it} - \overline{SIZE}_i) + \beta_3 (INTERN_{it} - \overline{INTERN}_i) + \beta_4 (INTANG_{it} - \overline{INTANG}_i) + \beta_5 (ROA_{it} - \overline{ROA}_i) + \beta_6 (MKTBOOK_{it} - \overline{MKTBOOK}_i) + \beta_7 (IOWN_{it} - \overline{IOWN}_i) + \beta_8 (MKTPOW_{it} - \overline{MKTPOW}_i) + \beta_9 (BANK_{it} - \overline{BANK}_i) + \eta_{it} \quad (5)$$

$$(DLT_{it} - \overline{DLT}_i) = \gamma_0 + \gamma_1 (FOCUS_{it} - \overline{FOCUS}_i) + \gamma_2 (SIZE_{it} - \overline{SIZE}_i) + \gamma_3 (INTERN_{it} - \overline{INTERN}_i) + \gamma_4 (INTANG_{it} - \overline{INTANG}_i) + \gamma_5 (ROA_{it} - \overline{ROA}_i) + \gamma_6 (MKTBOOK_{it} - \overline{MKTBOOK}_i) + \gamma_7 (IOWN_{it} - \overline{IOWN}_i) + \gamma_8 (MKTPOW_{it} - \overline{MKTPOW}_i) + \gamma_9 (BANK_{it} - \overline{BANK}_i) + v_{it} \quad (6)$$

Cette modélisation permet ainsi de ne se focaliser que sur l'évolution temporelle des variables endogènes et exogènes puisque, dans les modèles (5.4), (5.5) et (5.6), toutes les variations transversales sont absorbées par la moyenne. Nous avons donc testé ces différents modèles sur l'ensemble des entreprises de l'échantillon représentant un total de 4 250 observations.

#### 4.2.2. Synthèse des résultats

Les résultats des régressions réalisées sur l'ensemble de 250 firmes européennes de l'échantillon pour la période 1987-2003 sont synthétisés dans le Tableau 2. La matrice des corrélations des variables indépendantes et les tests de colinéarité sont repris dans le Tableau 3. Les paramètres des régressions mettent en évidence trois résultats empiriques importants qui complètent les résultats issus des analyses univariées.

Premièrement, si l'on considère l'ensemble des mesures testées ( $DT$ ,  $LEV$  et  $DLT$ ), on constate que l'évolution du niveau d'endettement est négativement corrélée et, de manière significative, avec l'évolution du niveau de focalisation des firmes sur leur métier, mesuré par la variable  $FOCUS$ . Le coefficient de cette variable est par exemple de -0,109 pour le levier financier mesuré par le ratio  $LEV\_VC$ , avec un seuil de significativité supérieur à 1 %, et de -0,09 pour le ratio  $LEV\_VM$ , avec un seuil de significativité supérieur à 10 %. L'influence de l'évolution de la structure des activités sur la maturité de la dette des firmes est, cependant, moins forte puisque les coefficients des régressions sont respectivement de -0,101 et -0,113 pour les mesures  $DT\_VC$  et  $DT\_VM$  contre -0,060 et -0,052 pour les mesures  $DLT\_VC$  et  $DLT\_VM$ . Ces résultats vont dans le sens de l'analyse longitudinale effectuée précédemment et permettent de confirmer l'hypothèse 3 concernant l'effet négatif du recentrage sur la structure de financement des groupes. Autrement dit, le mouvement de focalisation des entreprises sur leur métier agit directement sur la transformation de leur politique de financement conformément aux conclusions du modèle développé par Li et Li (1996) notamment. Ces conclusions confirment également les observations de Lins et Servaes (1999) sur l'impact positif des stratégies de diversification sur la capacité d'endettement des entreprises cotées. Ces résultats peuvent

**Tableau 2 – Facteurs corrélés aux mesures d'endettement en valeurs comptable (VC) et boursière (VM)**

VARIABLES	Dette Totale / Actif Total (DT)		Dette Nette / Capitaux Propres (LEV)		Dette à Long Terme / Actif Total (DLT)	
	DT_VC	DT_VM	LEV_VC	LEV_VM	DLT_VC	DLT_VM
Constante	0,253*** (0,014)	0,296*** (0,016)	0,185*** (0,037)	0,199*** (0,040)	0,141*** (0,032)	0,183*** (0,033)
FOCUS	-0,101** (0,046)	-0,113** (0,051)	-0,109*** (0,042)	-0,090* (0,052)	-0,060*** (0,018)	-0,052*** (0,016)
SIZE	0,044 (0,037)	0,071* (0,039)	0,067** (0,027)	0,040** (0,020)	0,046 (0,031)	0,040 (0,027)
INTERN	0,111 (0,072)	0,106 (0,076)	0,050 (0,043)	0,031 (0,039)	0,122** (0,060)	0,147** (0,062)
INTANG	-0,330*** (0,069)	-0,193** (0,080)	-0,285** (0,114)	-0,303*** (0,105)	-0,268*** (0,056)	-0,171** (0,067)
ROA	-0,185*** (0,038)	-0,155*** (0,040)	-0,149*** (0,023)	-0,104** (0,029)	-0,120*** (0,031)	-0,110*** (0,033)
MKTBOOK	-0,298*** (0,032)	-0,158*** (0,034)	-0,056 (0,039)	-0,046* (0,027)	0,176*** (0,049)	0,112*** (0,038)
IOWN	-0,079 (0,056)	-0,081 (0,052)	-0,145*** (0,055)	-0,086* (0,048)	-0,062 (0,034)	-0,055 (0,036)
MKTPOW	0,014 (0,011)	0,017 (0,020)	0,009 (0,010)	0,014 (0,021)	0,012 (0,015)	0,015 (0,014)
BANK	0,017 (0,013)	0,017 (0,024)	0,011 (0,014)	0,019 (0,023)	0,014 (0,019)	0,017 (0,016)
Nb d'observations	4250	4250	4250	4250	4250	4250
R <sup>2</sup> ajusté	0,150	0,152	0,097	0,029	0,152	0,133
<i>p</i> -value of <i>F</i> test	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001

\*, \*\*, \*\*\* significatif respectivement aux seuils de 0,10, 0,05 et 0,01.

Note : Le tableau présente les coefficients de la régression ainsi que l'écart-type, rapporté entre parenthèses. La variable expliquée est le niveau d'endettement mesuré en valeur comptable et de marché à partir de trois ratios : Dette Totale / Actif Total (DT), Dette Nette / Capitaux Propres (LEV), Dette à Long Terme / Actif Total (DLT). FOCUS correspond au niveau de recentrage mesuré par l'indice HCA. SIZE représente la taille de la firme mesurée par le log du CA. INTERN évalue le niveau d'internationalisation exprimé par le ratio CA International / CA Total. INTANG correspond au niveau d'intangibilité de l'actif mesuré par le ratio Actifs Incorporels / Actif Total. ROA mesure la rentabilité économique et le niveau de profitabilité de la firme. MKTBOOK évalue les opportunités d'investissement à partir du ratio entre la valeur comptable des actifs et leur valeur boursière. IOWN mesure le niveau des coûts d'agence à partir du pourcentage d'actionnaires institutionnels dans la structure de propriété des entreprises. MKTPOW et BANK sont des variables muettes évaluant respectivement la position concurrentielle des firmes sur leur marché et le niveau d'intermédiation bancaire national en vigueur. Le modèle de régression estimé est un modèle linéaire sur données de panel à effets individuels fixes.

**Tableau 3 – Matrice des corrélations et tests de colinéarité**

	DT_VC	DT_VM	LEV_VC	LEV_VM	DLT_VC	DLT_VM	FOCUS	SIZE	INTERN	INTANG	ROA	MKTBO	IOWN	MKTPO	BANK
DT_VC	1,000														
DT_VM	0,826**	1,000													
LEV_VC	0,845**	0,722**	1,000												
LEV_VM	0,735*	0,873*	0,861*	1,000											
DLT_VC	0,596*	0,584**	0,475**	0,475*	1,000										
DLT_VM	0,341*	0,377*	0,241**	0,280**	0,393*	1,000									
FOCUS	-0,302*	-0,311*	-0,079	0,070	-0,116**	-0,043*	1,000								
SIZE	0,087	0,002	0,079	0,014	0,159	0,044	-0,126*	1,000							
INTERN	0,071*	0,009*	0,017**	0,043*	0,035*	-0,019*	-0,186	0,295	1,000						
INTANG	-0,266*	-0,102*	-0,258	-0,117*	0,194*	0,085**	-0,024	0,231*	0,216**	1,000					
ROA	-0,141	-0,174**	-0,114*	-0,141	-0,105	-0,083*	0,045*	-0,014	0,002	-0,025	1,000				
MKTBOOK	-0,212	-0,346*	-0,180*	-0,278**	-0,179*	-0,131**	0,131	0,019	0,045*	0,102*	0,356	1,000			
IOWN	-0,059*	-0,081	0,041*	-0,079*	-0,029	0,019	-0,038*	0,280	0,251	0,264**	0,054*	0,146	1,000		
MKTPOW	0,077	0,006	0,062	0,002	0,066	0,021	0,191	-0,124**	0,089*	0,074	-0,146	0,144	-0,064	1,000	
BANK	0,115	0,033	0,183	0,106	0,019	0,008	-0,025*	0,153	0,141	-0,163	-0,111	-0,102	0,122	0,052	1,000

\*, \*\* significatif respectivement aux seuils de 0,05 et 0,001

Note : Le tableau présente la matrice des corrélations des variables indépendantes et les tests de colinéarité. FOCUS correspond au niveau de recentrage mesuré par l'indice HCA. SIZE représente la taille de la firme mesurée par le log du CA. INTERN évalue le niveau d'internationalisation exprimé par le ratio CA International / CA Total. INTANG correspond au niveau d'intangibilité de l'actif mesuré par le ratio Actifs Incorporels / Actif Total. ROA mesure la rentabilité économique et le niveau de profitabilité de la firme. MKTBOOK évalue les opportunités d'investissement à partir du ratio entre la valeur comptable des actifs et leur valeur boursière. IOWN mesure le niveau des coûts d'agence à partir du pourcentage d'actionnaires institutionnels dans la structure de propriété des entreprises. MKTPOW et BANK sont des variables muettes évaluant respectivement la position concurrentielle des firmes sur leur marché et le niveau d'intermédiation bancaire national en vigueur.

finaleme nt donner un éclairage original sur le « *mystérieux désendettement* » des entreprises opéré durant les années 90 en Europe et mis en évidence dans les travaux de Fabre (2001).

Deuxièmement, les résultats des régressions indiquent que l'évolution de l'endettement est négativement corrélée avec l'évolution du ratio Actif Incorporel / Actif Total mesuré par la variable *INTANG*. La valeur des coefficients est ainsi respectivement de -0,33 et de -0,193 pour les ratios d'endettement *DT\_VC* et *DT\_VM*. Par conséquent, les firmes européennes qui se sont le plus endettées sont celles dont le pourcentage des actifs corporels ou financiers était aussi le plus élevé. Ce résultat semble donc étendre, d'un point de vue dynamique, l'hypothèse de Williamson (1988) selon laquelle les firmes dont les actifs sont très spécifiques ont tendance à se financer par fonds propres alors que les firmes qui détiennent des actifs peu spécifiques ont tendance à se financer par endettement. On peut également trouver un parallèle avec les modèles de gestion actif/passif (*Asset and Liability Management - ALM*) développés dans le cadre de recherche sur les banques ou les compagnies d'assurance.

Cette idée a été reprise en finance d'entreprise par Damodaran (1999) pour expliquer l'adéquation entre la structure des *cash-flows* de l'actif et celles du passif dans le cadre du financement d'innovations. Il montre qu'une structure financière optimale doit justement faire coïncider le niveau et la maturité des *cash-flows* dégagés par les actifs avec la structure des *cash-flows* de financement.

Troisièmement, le taux d'endettement est négativement corrélé, d'une part, avec l'évolution du niveau de profitabilité, mesuré par la variable *ROA*, d'autre part, avec l'évolution des opportunités d'investissement, mesurées par la variable *MKTBOOK*. Les coefficients de ces variables sont tous significatifs, à un seuil au moins supérieur à 5 %, pour les deux mesures de taux d'endettement considérées, *DT* et *LEV*. Les groupes européens les plus endettés sont en effet ceux qui ont globalement enregistré la performance économique et les perspectives de croissance les plus faibles, l'évolution du *ROA* suivant une tendance à la hausse jusqu'en 1999 avant de baisser régulièrement jusqu'en 2003. Ces résultats confirment donc en partie les conclusions de la théorie du financement hiérarchique proposée par Myers et Majluf (1984) selon laquelle, en situation d'asymétrie d'information entre dirigeants (*insiders*) et investisseurs (*outsiders*), les

entreprises vont privilégier le financement interne, en ayant recours à l'autofinancement, et limiter leurs financements externes. Nos conclusions vont également dans le sens des modèles théoriques qui prennent en compte le rôle de la profitabilité dans la dynamique financière des groupes (Dewatripont et al., 2003) et confirment les résultats d'autres travaux empiriques tels que Riahi-Belkaoui et Bannister (1994) ou Singh et al. (2003), par exemple.

En revanche, à l'inverse des observations de Ozkan (2000), l'évolution de la maturité est positivement et significativement corrélée avec l'évolution de la variable *MKTBOOK*, mesurant le niveau des opportunités d'investissement. Les coefficients des régressions de la variable *MKTBOOK* sont de 0,176 pour la ratio *DLT\_VC* et de 0,112 pour le ratio *DLT\_VM*. Par conséquent, l'évolution de la maturité de la dette des entreprises européennes ne peut être expliquée par la seule théorie du financement hiérarchique puisque les résultats économétriques indiquent que les firmes européennes dont la maturité de l'endettement est longue sont celles qui ont disposé des opportunités d'investissement les plus prometteuses.

Par ailleurs, les tests ne montrent globalement aucun lien significatif entre l'évolution de la taille des entreprises (*SIZE*), l'ouverture internationale (*INTERN*) ou l'évolution de la concentration des investisseurs institutionnels dans la structure de propriété des groupes (*IOWN*). Les données compilées dans le Tableau 2 sur ces deux dernières variables de contrôle ne permettent pas de confirmer des résultats empiriques importants observés sur des données d'entreprises américaines : d'une part, ceux de Chkir et Cosset (2001) ou Singh et al. (2003), quant à l'effet de la diversification internationale sur la capacité d'endettement des entreprises, d'autre part, les résultats de Chaganti et Damanpour (1991) à propos de l'impact de la structure de propriété sur la politique de financement. On pourrait donc supposer que la théorie du *trade-off* ainsi que la théorie de l'agence, qui rendent compte de manière satisfaisante des différences d'endettement entre groupes dans le cadre d'analyses transversales, échoueraient à expliquer l'évolution de la dynamique de financement des entreprises. Cependant, il convient de souligner deux éléments importants. Les entreprises européennes de notre échantillon sont certes plus internationalisées que les firmes américaines : le taux d'ouverture est en moyenne de 42,3 % en Europe contre 25,9 % aux États-Unis. Mais, ce degré d'ouverture ne se maté-

rialise pas par un accroissement de la capacité d'endettement des entreprises européennes car, celles-ci étant principalement tournées vers leur marché intérieur, elles ne peuvent bénéficier que d'une faible dé-corrélation des évolutions économiques en Europe. Par ailleurs, les entreprises européennes disposent d'une structure de propriété et d'un mode de gouvernance assez distincts des firmes US. Cette différence permet d'expliquer des résultats parfois contradictoires quant aux déterminants de la structure de financement entre l'Europe et les États-Unis. Il convient, enfin de remarquer que les variables muettes *MKTPOW* et *BANK* ne sont pas significatives, ce qui peut s'expliquer simplement par le fait que ces variables ne sont pas suffisamment robustes pour expliquer les changements dans la structure de financement des groupes.

## Conclusion

Cette étude a permis d'analyser la relation entre le niveau de focalisation stratégique et la politique financière des principales entreprises cotées en Europe. En se fondant sur la littérature financière et stratégique, nous confirmons les résultats de certaines études récentes sur un échantillon original composé des 250 principales entreprises européennes cotées. Trois résultats majeurs ressortent de ce travail empirique. Premièrement, les firmes dont la concentration du chiffre d'affaires autour de l'activité principale est la plus forte sont significativement moins endettées que celles dont la concentration est moins élevée. Deuxièmement, ces entreprises ont tendance à être endettées à moins long terme que les entreprises fortement diversifiées sectoriellement. Troisièmement, la phase de recentrage observée entre 1987 et 1998 est assortie d'une phase de désendettement.

Ce travail se distingue ainsi de l'étude de Séverin et Dehnnin (2003) consacrée aux conséquences du niveau d'endettement sur les mesures de restructuration opérées en France. Nous montrons ici, au contraire, à l'instar des travaux théoriques de Li et Li (1996), que c'est l'évolution de la structure des activités d'une entreprise qui agit directement sur sa politique de financement, et non l'inverse. En finance d'entreprise, cette hypothèse repose sur la prééminence des cycles d'investissement et d'exploitation sur le cycle de financement d'une firme. Nous voyons ainsi dans notre travail trois extensions importantes. Il pourrait d'abord

être particulièrement intéressant de modéliser théoriquement l'interaction entre ces différents cycles et de montrer, sur un plan dynamique, à quelles conditions les cycles d'investissement et d'exploitation agissent sur le cycle de financement. Une deuxième extension de ce travail repose sur le fait que la robustesse de nos résultats ne tient pas suffisamment compte des différences sectorielles en matière de taux d'endettement même si le niveau des immobilisations incorporelles, mesurée par la variable *INTANG*, constitue un *proxy* de certaines caractéristiques sectorielles. Une dernière extension de ce travail pourrait être consacrée à une comparaison d'un point de vue plus qualitatif de l'évolution de la politique de financement des entreprises entre deux phases distinctes : la diversification des années 60 et 70 et le recentrage des années 80 et 90.

## Bibliographie

- Bagwell L. et Zechner L. (1993), « Influence Costs and Capital Structure », *Journal of Finance*, vol. 14, p. 3-16.
- Baltagi B. (1995), *Econometric Analysis of Panel Data*, John Wiley & Sons, 1<sup>st</sup> Edition.
- Barneto P. (2003), « La scission d'Eridania-Beghin Say : essai d'évaluation par un modèle d'options réelles », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 6, p. 5-42.
- Barton S.L. et Gordon P.J. (1988), « Corporate Strategy and Capital Structure », *Strategic Management Journal*, vol. 9, p. 623-632.
- Batsch L. (2003), « Le recentrage : une revue des approches financières », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 6, p. 21-45.
- Bellalah M. (2002), *Finance Moderne d'Entreprise*, Economica.
- Berger P. et Ofek E. (1999), « Causes and Effects of Corporate Refocusing Programs », *Review of Financial Studies*, vol. 12, p. 311-345.
- Chaganti R. et Damanpour F. (1991), « Institutional Ownership, Capital Structure and Firm Performance », *Strategic Management Journal*, vol. 12, p. 479-491.
- Chkir E. et Cosset C. (2001), « Diversification Strategy and Capital Structure of Multinational Corporations », *Journal of Multinational Financial Management*, vol. 11, p. 17-37.

- Chkir I. (2004), « Diversification et structure du capital des entreprises multinationales : un modèle de changement de régime », *Finance*, vol. 22, p. 31-49.
- Comment R. et Jarrel A. (1995), « Corporate Focus and Stock Returns », *Journal of Financial Economics*, vol. 37, p. 67-87.
- Damodaran A. (1999), « Financing Innovations and Capital Structure Choices », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 12, p. 28-39.
- Demirgüç-Kunt A. et Maksimovic V. (1999), « Institutions, Financial Markets and Firm Debt Maturity », *Journal of Financial Economics*, vol. 54, p. 295-336.
- Devogelaer D. (2003), « European Refocusing Throughout the Nineties », PhD in Applied Economics, University of Leuven.
- Dewatripont M., Legros P. et Matthews S. (2003), « Moral Hazard and Capital Structure Dynamics », *Journal of the European Economic Association*, vol. 1, p. 890-930.
- Fabre B. (2001), « Le mystérieux désendettement des entreprises », *Revue Française de Gestion*, vol. 24, p. 29-38.
- Gahlon J. et Storer R. (1979), « Diversification, Financial Leverage and Conglomerate Systematic Risk », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 14, p. 15-45.
- Habib M. et Johnsen B. (1999), « The Financing and Redeployment of Specific Assets », *Journal of Finance*, vol. 54, p. 693-720.
- Hamel G. et Prahalad C.K. (1990), « The Core Competence of the Corporation », *Harvard Business Review*, vol. 35, p. 23-35.
- Harris M. et Raviv A. (1991), « The Theory of Capital Structure », *Journal of Finance*, vol. 46, p. 297-355.
- Johnson R. (1996), « Antecedents and Outcomes of Corporate Refocusing », *Journal of Management*, vol. 22, p. 439-483.
- Lang L. et Stulz R. (1994), « Tobin's q, Corporate Diversification and Firm Performance », *Journal of Political Economy*, vol. 102, p. 1248-1281.
- Lewellen W. (1971), « A Pure Rationale for Conglomerate Merger », *Journal of Finance*, vol. 26, p. 521-537.
- Li D.D. et Li S. (1996), « A Theory of Corporate Scope and Financial Structure », *Journal of Finance*, vol. 51, p. 691-709.
- Lins K. et Servaes H. (1999), « International Evidence of the Value of Corporate Diversification », *Journal of Finance*, vol. 54, p. 2215-2240.
- Markides C. (1995), *Diversification, Refocusing and Economic Performance*, MIT Press.

- Matsusaka J. et Nanda V. (2002), « Internal Capital Markets and Corporate Refocusing », *Journal of Financial Intermediation*, vol. 11, p. 176-211.
- Modigliani F. et Miller M. (1958), « The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investments », *American Economic Review*, vol. 48, p. 261-297.
- Myers F. et 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.
- Ozkan A. (2000), « An Empirical Analysis of Corporate Debt Maturity Structure », *European Financial Management*, vol. 6, p. 197-212.
- Perdreau F. (1998), « Désengagements et recentrage en France : 1986-1992 », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 2, p. 137-165.
- Rajan R. et Zingales L. (1995), « What Do We Know About Capital Structure ? Some Evidence from International Data », *Journal of Finance*, vol. 50, p. 1421-1460.
- Riahi-Belkaoui A. et Bannister J. (1994), « Multidivisional Structure and Capital Structure : The Contingency of Diversification Strategy », *Managerial and Decision Economics*, vol. 15, p. 267-276.
- Sentis P. (1995), « L'influence des opérations de désinvestissement sur la richesse des actionnaires », Thèse de Doctorat ès Sciences de Gestion, Université de Montpellier 1.
- Séverin E. et Dehnnin S. (2003), « Structure du capital et mesures de restructuration », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 6, p. 155-186.
- Shapiro A. (2003), *Multinational Financial Management*. Prentice Hall, 4<sup>th</sup> Edition.
- Singh M., Wallace N.D. et Suchard J.A. (2003), « Corporate Diversification Strategies and Capital Structure », *Quarterly Review of Economics and Finance*, vol. 43, p. 147-166.
- Stonham P. (1997), « Demergers and the Hanson Experience. Part One », *European Management Journal*, vol. 15, p. 76-89.
- Williamson O.E. (1988), « Corporate Finance and Corporate Governance », *Journal of Finance*, vol. 43, p. 567-591.