

THESE

Pour obtenir le grade de

DOCTEUR DE L'UNIVERSITE DE LILLE I

Discipline : Sciences de gestion

Présentée et soutenue publiquement le Lundi 12 Mars 2001

par

Christine DRAPIER-AUDEGON

**CARACTERISTIQUES DES OPERATIONS DE
RECENTRAGE STRATEGIQUE
ET
PERFORMANCE FINANCIERE
DES GROUPES INDUSTRIELS FRANÇAIS
DE 1994 A 1997**

Directeurs de thèse :

Mr Jean-Pierre RAMAN, Professeur, Université de Lille I
Mr Pascal GRANDIN, Professeur, Université de Paris XII



JURY

Mr Guy VAN LOYE,	Professeur, Université de Lille I	Président
Mr Gérard DESMULIERS,	Professeur, Université de Valenciennes	Rapporteur
Mr Laurent BATSCH,	Professeur, Université de Paris IX-Dauphine	Rapporteur

REMERCIEMENTS

Je tiens tout d'abord à remercier Messieurs les Professeurs Jean-Pierre Raman et Pascal Grandin, dont les encouragements, les conseils et la confiance m'ont beaucoup aidé à mener ma recherche durant ces quatre années.

Je remercie Messieurs les Professeurs Laurent Batsch, Gérard Desmulliers, et Guy Van Loye, de m'avoir fait l'honneur d'accepter d'évaluer mon travail.

J'exprime ma gratitude à Messieurs Pascal Grandin, Rolland Gillet et Guy Van Loye pour leur aide dans les aspects méthodologiques de mon travail ainsi que pour les précieux conseils dans l'orientation de ma recherche.

Je tiens également à remercier l'ensemble des membres du C.E.R.F de l'I.A.E de Lille, avec lesquels les échanges se sont révélés aussi intéressantes que riches d'enseignements.

PLAN

INTRODUCTION GENERALE	1
PREMIERE PARTIE : LE CADRE D'ANALYSE	12
Chapitre 1 : Eléments de définition et caractéristiques du recentrage	14
Section 1 : Le cadre d'analyse du recentrage.....	15
1.1 : Les nouvelles « frontières » du groupe	15
1.2 : Un choix stratégique répondant aux attentes des marchés	24
Section 2 : Les décisions financières dans une stratégie de recentrage.....	32
2.1 : Les différentes opérations de dé/croissance externe.....	32
2.2 : Approche financière du recentrage et création de valeur.....	40
Chapitre 2 : Les causes du recentrage : études théoriques	46
Section 1 : La stratégie de diversification : prémisses à une stratégie de recentrage.....	47
1.1. Analyse du lien Diversification, Recentrage et Performance.....	47
1.2. La firme dans une situation de sur-diversification.....	59
Section 2 : Les motifs de la sur-diversification	68
2.1. La politique de surinvestissement en phase de diversification.....	68
2.2. Un changement dans la détermination du niveau optimal de diversification.....	74
Chapitre 3 : Les conséquences du recentrage sur la performance de la firme : études empiriques	80
Section 1 : La méthodologie des études de recentrage sur la performance de la firme « recentrée »	81
1.1. La méthodologie des études d'événement sur le recentrage	81
1.2. La méthodologie des études post-événement sur le recentrage	91
Section 2 : L'impact des opérations de recentrage sur la valeur de la firme - études empiriques	96
2.1. Approche en terme d'efficacité économique : contexte stratégique-financier	96
2.2. Approche par les théories contractuelles	110
Section 3 : Problématique de recherche.....	116
3.1 : Présentation de la problématique	116
3.2 : Le modèle général de recherche	119
3.3 : Les hypothèses de recherche.....	122

DEUXIEME PARTIE : LE RECENTRAGE DES GROUPES INDUSTRIELS FRANÇAIS (1994-1997)	129
Chapitre 4 : Le recentrage des groupes industriels français de 1994 à 1997	132
Section 1 : Les mesures du recentrage des groupes industriels	133
1.1 : Les mesures continues.....	133
1.2 : La mesure catégorielle du recentrage.....	136
Section 2 : Applications des mesures de recentrage sur les groupes industriels français de 1994 à 1997	140
2.1 : Historique du recentrage en France : études empiriques	140
2.2 : Choix de l'échantillon et mesures des indices de concentration	143
Chapitre 5 : Essai de typologie des opérations de recentrage	169
Section 1 : Les caractéristiques intrinsèques des opérations de recentrage	170
1.1 : Optique offensive ou optique défensives du recentrage	171
1.2 : Lien entre recentrage et désendettement	177
1.3 : Le recentrage et les différentes formes de restructuration	181
1.4 : Evolution structurelle des frontières lors du recentrage	188
1.5 : Recentrage et Evolution des charges de structure	196
Section 2 : Les caractéristiques externes des opérations de recentrage	197
2.1 : Le recentrage et la croissance vers l'internationale	197
2.2 : Relation entre le taux d'importation et le taux de concentration au sein d'un même secteur industriel	202
Chapitre 6 : Recentrage et performance financière des groupes industriels français entre 1994 et 1997	205
Section 1 : L'étude d'événement	206
1.1 : La méthodologie suivie lors de l'étude d'événement	206
1.2 : La scission et ses conséquences sur la valeur de l'entreprise	212
Section 2 : Les conséquences du recentrage sur la post-performance financière des groupes.....	227
2.1 : La méthodologie suivie lors de l'étude	227
2.2 : Les résultats de l'étude empirique	229
CONCLUSION GENERALE	240
BIBLIOGRAPHIE	247
LISTE DES FIGURES ET DES TABLEAUX	262

LISTE DES ANNEXES.	268
ANNEXE 1 : Présentation des indices de concentration	1
ANNEXE 2 : Liste des secteurs d'activités étudiés	3
ANNEXE 3 : Ratios comptables utilisés	5
ANNEXE 4 : Marché des fusions et acquisitions en France entre 1990 et 1998	7
ANNEXE 5 : Ensemble des résultats de l'étude empirique	9

INTRODUCTION GENERALE

Questionnement initial

Dans le cadre de la stratégie d'entreprise, l'orientation des activités d'un groupe dans son secteur d'industrie conduit à l'adoption de manœuvres et de tactiques singulières. La financiarisation du monde économique, la mondialisation des systèmes industriels ou encore l'irruption de nouveaux cycles technologiques renforcent la concurrence inter-entreprise et intensifient la compétition économique.

Dans ce contexte, les opérations dites de « recentrage » jalonnent de plus en plus souvent le parcours stratégique des groupes industriels. Soucieux d'améliorer la performance sur leur corps de compétences, désireux de renforcer leur position concurrentielle, ces mouvements de recentrage apparaissent de façon récurrente dans le parcours stratégique d'un groupe. A cela nous proposons deux séries d'explication, l'une externe, l'autre interne. Elles font l'objet du **chapitre 2**.

La première série d'explications, d'ordre externe, est liée à la complexité du monde économique. En effet, les phénomènes géopolitiques, sociaux et technologiques ont pour conséquence d'ouvrir des marchés de plus en plus vastes pour les entreprises. Ces marchés sont diversifiés tant au point de vue géographique, que du point de vue des niveaux d'offre. Pour répondre à ces opportunités les entreprises doivent développer des niveaux d'expertise importants qui ont un impact sur leur organisation ; ainsi, la recherche d'une taille critique est un enjeu commun à de nombreux groupes industriels. Cette notion de « taille critique » donne à l'entreprise, l'opportunité de concentrer ses savoir-faire et compétences sur des marchés porteurs qu'Elie Cohen nomme « les marchés pertinents ». De plus, en imposant aux dirigeants des groupes, des critères de performance de plus en plus élevés, les actionnaires modifient l'équilibre du rapport de force avec les managers. Ces derniers vont donc orienter le groupe sur des objectifs de réduction des coûts et de productivité, en adoptant, par exemple, des logiques de recentrage. Enfin, les marchés financiers valorisent aujourd'hui les groupes capables de concentrer leurs ressources sur le développement de savoir-faire spécifiques, en laissant le soin aux investisseurs de diversifier eux-mêmes le risque de leur portefeuille d'activité. Dans cette optique, le recentrage répond à ces objectifs.

La deuxième série d'explications, d'ordre interne est liée à un état de « sur-diversification » (Markides - 1996), résultant de deux facteurs :

- une politique de surinvestissement liée aux problèmes de relation d'agence, au manque d'efficacité du marché des actions, et, à une surestimation des capacités du dirigeant à manager de multiples activités (hypothèse d'Hubris),
- un changement dans la détermination du niveau optimal de diversification lié à une baisse des bénéfices et à une augmentation des coûts marginaux de diversification.

Ses causes ainsi définies, penchons nous sur l'opération même du recentrage et sur ses caractéristiques intrinsèques. La tendance au recentrage des activités s'apparente pour l'entreprise à un choix « stratégique-financier ». Cette décision managériale provoque une re-définition des métiers traditionnellement exercés par le groupe, entraînant des conséquences organisationnelles importantes. De nature stratégique, cette décision demeure néanmoins tributaire de la situation financière du groupe et de facteurs conjoncturels prépondérants. Ainsi en période de croissance, le recentrage s'apparente à une stratégie d'acquisition d'activités concentriques liée à une stratégie de désengagement d'activités périphériques. La stratégie de désengagement s'inscrit ici dans une optique offensive : le montant des ressources du désinvestissement est alloué au financement de la croissance centrée (acquisition ou création d'entités liées au métier du groupe). Cependant en période de récession, le recentrage s'inscrit dans une optique défensive et se confond alors avec le resserrement de la gamme d'activités. Dans ce cas, il n'est plus question d'investir dans de nouvelles entités mais de se désengager de certaines activités dans le but d'assurer la viabilité globale de l'entreprise. Le recentrage peut s'identifier par conséquent à des trajectoires stratégiques a priori opposées telles que : la diversification liée, la spécialisation ou la contraction d'activités. Le **chapitre 1** a pour but d'exposer les différents vocables liés au terme de recentrage ainsi que les caractéristiques générales de cette trajectoire stratégique.

Les travaux de recherche réalisés dans ce domaine sont analysés lors du **chapitre 3** et ont pour objet d'établir :

- une typologie des groupes entamant un recentrage stratégique,
- une étude des conséquences du recentrage sur la valeur de la firme.

Les études réalisées autour des caractéristiques des groupes se recentrant montrent qu'il n'existe pas de typologie formelle des firmes entamant une telle trajectoire. Evoluant dans différents secteurs d'activités (secteurs industriel, bancaire, des services ...), et possédant une histoire stratégique et financière spécifique, ces firmes sont de taille et de structures différentes (du conglomérat à la firme diversifiée de taille moyenne). Cependant, même si elles ne sont pas identifiables par des facteurs intrinsèques similaires, elles présentent néanmoins certaines caractéristiques communes. Ainsi, les différentes études empiriques réalisées dans ce domaine de recherche nous permettent de présenter ses caractéristiques communes :

- on remarque un niveau d'endettement financier élevé des firmes [(John, Lang et Netter - 1992) , (Shleifer et Vishny (1992), Brown, James et Mooradian (1994), Asquith, Gertner et Scharfstein (1991) et enfin Ofek (1993)].
- survient une baisse du montant des dividendes versés l'année précédant le recentrage (Denis, Denis et Sarin - 1997),
- apparaît un changement dans le gouvernement d'entreprise quelques mois avant une décision de recentrage stratégique (Berger et Ofek - 1998).

Les études réalisées sur le thème de la performance de la firme en phase de recentrage repose sur l'hypothèse centrale selon laquelle le recentrage permet d'améliorer la performance en concentrant l'ensemble des ressources de la firme sur la gestion d'un nombre d'actifs plus restreints et plus concentrés. De nombreux d'auteurs¹ se sont intéressés à cette problématique et confirment que le recentrage permet l'élimination de synergies négatives entre l'actif vendu et les actifs restants.

¹ Jensen (1986), Bhagat, Shleifer et Vishny (1990), Lichtenberg (1992), Hoskisson et Hitt (1994), Comment et Jarrel (1994), Servaes (1996), Lang et Stulz (1994), Liebeskind et Opler (1993), John et Ofek (1995), Markides (1996).

En considérant les hypothèses d'efficience des marchés et de création de valeur post-recentrage, le marché devrait réagir positivement à l'annonce de toute opération de recentrage. Le cas principalement étudié est celui du désinvestissement, soit par vente soit par scission. Effectivement, on note une rentabilité anormale de l'action au moment de l'annonce d'un désinvestissement². Selon certains auteurs, la discipline imposée par le marché permet de diminuer les problèmes d'agence liés aux firmes diversifiées. Nous rappelons au lecteur que les problèmes d'agence liés à une stratégie de diversification proviennent de la politique de surinvestissement pratiquée par les dirigeants, au détriment parfois de la valeur de la firme. Ce surinvestissement a pour but de réduire les risques personnels des dirigeants (Amihud et Lev – 1981) et d'augmenter le pouvoir des dirigeants au sein de la structure (Shleifer et Vishny – 1989 ; Jensen - 1986 ; Stulz - 1990).

Problématique

Ainsi à partir de l'analyse de la théorie, nous avons découvert les causes et les conséquences du recentrage stratégique. Cet éclairage des acteurs nous a poussé à centrer nos investigations sur l'opération en elle-même et sur ses différentes caractéristiques. Notre étude de l'opération de recentrage mettra l'accent sur deux aspects que nous jugeons essentiels : les types de recentrage et leurs conséquences.

☞ Le premier axe de recherche concerne l'étude des caractéristiques propres à cette opération ; elle débouchera sur un essai de typologie des recentrages stratégiques français prenant place entre 1994 et 1997 permettant d'appréhender certaines logiques de fonctionnement.

☞ Le deuxième axe de recherche porte sur l'analyse des conséquences du recentrage ; il sera focalisé sur la connaissance des facteurs qui entraînent, lors du recentrage, la performance financière du groupe concerné .Et ceci suite aux différents travaux réalisés sur ce sujet (Batsch – 1992 - ; Markides – 1996 ; John et Ofek – 1995-)

² A l'opposé, de nombreuses études américaines enregistrent une baisse moyenne significative de la valeur des firmes diversifiées au cours des années 80 (Lang et Stulz – 1994 ; Berger et Ofek – 1995).

On peut donc résumer de la façon suivante les questions centrales de notre recherche, lesquelles sont exposées dans **le chapitre 3** :

Quelles sont les caractéristiques des recentrages stratégiques entre 1994 et 1997 ?

Quelles sont les conséquences du recentrage d'activités sur la performance financière des groupes français étudiés ?

Méthodologie de la recherche

Notre recherche se base sur l'étude de 19 groupes industriels français en phase de recentrage entre 1994 et 1997. Pour construire cet échantillon, nous sommes partis d'un échantillon d'une quarantaine de groupes industriels français cotés sur le marché. Le calcul des indices de concentration entre 1994 et 1997 (indice d'Herfindahl et d'Entropie), nous ont donné une première indication de la tendance stratégique des groupes. Pour confirmer cette tendance au recentrage (un indice d'Herfindahl en hausse et un indice d'Entropie en baisse), les rapports annuels devaient annoncer la volonté du groupe de s'orienter vers un recentrage stratégique. Le **chapitre 4** présente les différentes étapes de construction de l'échantillon.

L'échantillon ainsi constitué, nous nous intéresserons aux caractéristiques intrinsèques et extrinsèques des opérations de recentrage mis en place au cours de cette période (**chapitre 5**). En particulier :

- nous différencions les recentrages « offensifs » des recentrages « défensifs », selon l'importance du taux d'investissement réalisé par le groupe,
- nous examinerons le lien traditionnel entre recentrage et désendettement est étudié,
- nous présenterons ,et pour certaines, étudierons les différentes techniques de restructurations utilisées pendant le recentrage,
- ces restructurations impliquent automatiquement des évolutions au niveau des frontières du groupe, lesquelles seront également présentées,
- enfin, nous étudierons les liens entre l'intensification du marché concurrentiel et le choix d'une trajectoire de recentrage.

La dernière étape de notre recherche (**chapitre 6**) est l'étude des conséquences financières dues à un recentrage d'activité. Deux études sont présentées :

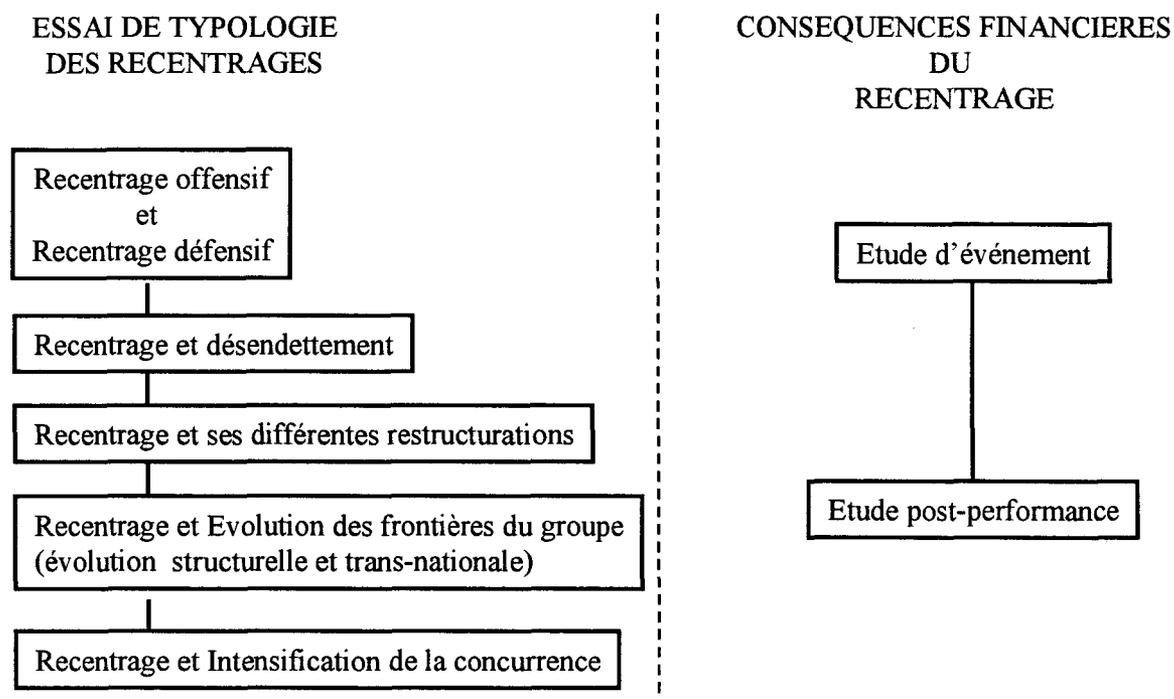
- une étude d'événement soulignant les rentabilités anormales au moment de l'annonce des opérations de recentrage, et,
- une étude sur la post-performance financière des groupes un an et deux ans après un désengagement dans un but de recentrage.

L'étude d'événement souligne la rentabilité anormale au moment de l'annonce d'un désinvestissement dans un but de recentrage et d'un investissement dans le métier principale du groupe. La rentabilité anormale est estimée en fonction de la droite de marché, de deux jours avant la date annonce à deux jours après cette date. Le test employé est un test T de Student.

L'étude des variations des ratios comptables et financiers est menée en fonction de la variation moyenne des secteurs industriels concernés. Les résultats se présentent de la manière suivante : si la moyenne du secteur industriel concerné augmente de (x%), celui du groupe en phase de recentrage augmentera, par exemple, de (x% + 5%). Le test statistique employé est un test de rang signé de Wilcoxon. De plus, une étude de rentabilité anormale sur le long terme est effectuée afin de déterminer si il y a eu création ou destruction de valeur l'année suivant le désengagement. Cette étude se base sur l'indice de Treynor.

La logique générale de notre recherche peut être décomposée en deux parties comme le souligne la figure 0.

Figure 0 : La logique générale de la recherche



Intérêts de la recherche

Ce projet de recherche poursuit un objectif triple : théorique, pratique, et enfin méthodologique.

L'objectif théorique réside dans un prolongement des travaux réalisés autour du recentrage stratégique et de ses conséquences sur la performance de la firme. Dans un premier temps nous proposons un historique des études réalisées autour de ce thème ; ces études étant principalement anglo-saxones. Dans un deuxième temps, nous nous intéressons à l'opération elle-même et à ses caractéristiques intrinsèques. Nous apportons de nouveaux éléments de réflexion tel que la relation entre le recentrage et le désendettement qui apparaissait immuable, il y a quelques années encore. L'étude réalisée sur des groupes en phase de recentrage entre 1994 et 1997 ne confirme cependant pas cette tendance. Enfin, dans un dernier point, nous analysons les conséquences du recentrage sur la performance financière de la firme, au moment même de l'annonce de l'opération de recentrage et les deux années suivant cette annonce.

L'intérêt méthodologique est lié au recours, pour cette recherche, à des outils d'étude variés. De nombreuses études cliniques sont menées, notamment l'étude de cas sur la scission du groupe Chargeurs qui souligne le cadre théorique des opérations de scission, encore peu étudié en France. Une étude d'événement est réalisée au moment de l'annonce des opérations de recentrage (ces opérations concernent aussi bien des désinvestissements que les investissements). Enfin, une étude de l'évolution des ratios comptables et financiers est réalisée l'année suivante et deux ans après un désengagement dans un but de recentrage. Au niveau de l'étude post-performance, un calcul de rentabilité anormale sur le long terme est effectué, permettant de d'appréhender la création ou la destruction de valeur l'année suivant un désengagement. La rentabilité anormale est ici évaluée en fonction de l'indice de Treynor.

L'intérêt pratique est de révéler les différentes facettes d'un phénomène récurrent de la vie économique des groupes. Le recentrage a été longtemps considéré comme une simple stratégie de contraction d'activités alors qu'il peut s'inscrire dans un projet à long terme de croissance centrée (Liebeskind - 1996) ; cependant nous insistons sur certains aspects qui confirment que le recentrage est devenu ces dernières années, plus qu'une « trajectoire stratégique » une véritable option stratégique aux conséquences organisationnelles et financières importantes et irréversibles.

Structure de la thèse

Notre recherche se décompose en deux parties :

☞ **La première partie vise à présenter le cadre d'analyse.** Elle comporte quatre chapitres :

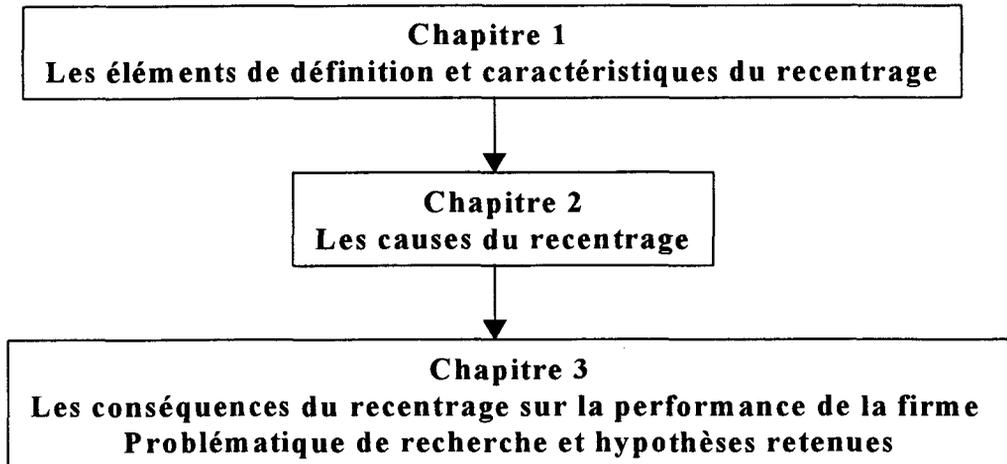
- le chapitre 1 présente le cadre d'étude et approfondit les concepts qui seront mobilisés tout au long de notre travail,
- le chapitre 2 s'intéresse aux causes des opérations de recentrage. Ces causes sont d'ordre interne et externe. Le recentrage peut être la conséquence d'une mauvaise diversification faisant perdre de la valeur à la firme. Cependant, d'autres facteurs externes à la firme influencent les opérations de recentrage, ce sont essentiellement des changements dans l'environnement économique de la firme (marché concurrentiel et marché financier).
- le chapitre 3 présente les différentes études réalisées lors des études événementielles et des études post-événementielles. Ce chapitre expose en dernière section la problématique retenue, les modèles ainsi que les hypothèses de la recherche.

☞ **La seconde partie décrit l'étude empirique que nous avons réalisée.** Elle comporte trois chapitres :

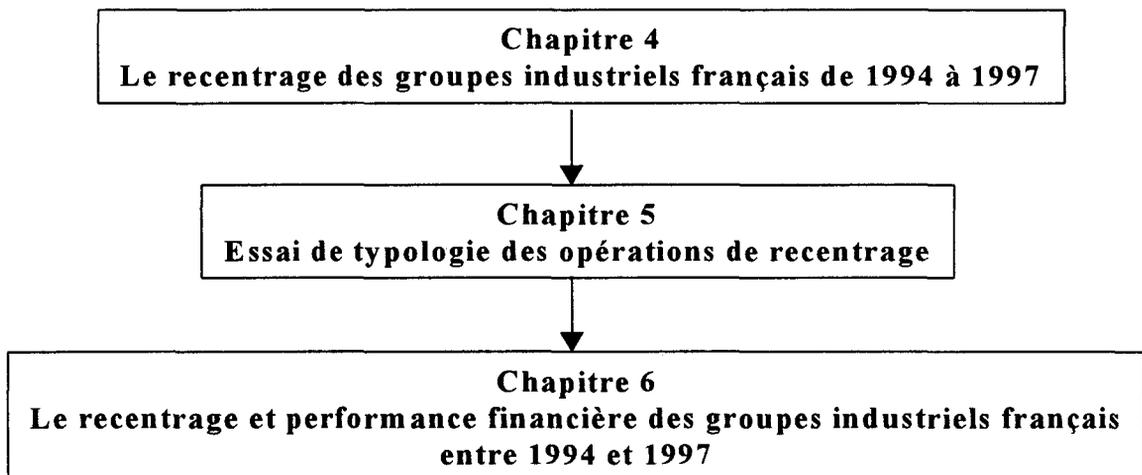
- le chapitre 4 concerne la méthodologie de recueil des données (construction de l'échantillon et calcul des indices de concentration).
- le chapitre 5 expose les caractéristiques des opérations de recentrage réalisées entre 1994 et 1997.
- le chapitre 6 présente les résultats de l'étude de performance (étude d'événement et étude post-événement).

La structure de la thèse se décompose selon le schéma suivant :

**1ère PARTIE
LE CADRE D'ANALYSE**



**2ème PARTIE
L'ETUDE EMPIRIQUE**



PREMIERE PARTIE

LE CADRE D'ANALYSE

La stratégie de recentrage sous-entend la réduction du nombre d'activités dans lesquelles la firme agit (Shleifer et Vishny 1990-1991 ; Baysinger et Hoskisson -1990 ; Bahgat & al. -1990 ; Hoskisson et Turk -1990). Cette diminution du degré de diversification trouve son explication par le fait qu'une firme ne peut se diversifier indéfiniment, sans supporter des coûts croissants liés à la diversification (Markides 1996). Lorsque ces coûts deviennent trop élevés par rapport aux bénéfices marginaux liés à la diversification, le recentrage intervient alors comme une stratégie permettant à la firme de limiter la perte de valeur due à une diversification à outrance.

Cette analyse fut celle de la plupart des auteurs jusqu'à une époque récente. Cependant certaines études actuelles (Liebeskind et Opler - 1998) ont souligné des facteurs autre que la sur-diversification comme éléments explicatifs de la mise en place d'une stratégie de recentrage. Ces facteurs explicatifs trouvent leur origine dans l'évolution des marchés financiers et concurrentiels. **Le chapitre 1** présente dans la première section le lien entre diversification et recentrage ainsi que le concept de « diversification optimale ». La deuxième section souligne les multiples facteurs explicatifs du recentrage telles que la politique de sur-investissement et l'évolution du marché concurrentiel et financier.

Les conséquences de la stratégie de recentrage sur la valeur de la firme sont présentées dans **le chapitre 2**. Notre objectif dans cette section est de faire une synthèse la plus exhaustive possible des travaux de recherche existants autour de cette problématique. Nous détaillons les études ante (première section) et post (deuxième section) recentrage. **Le chapitre 3** présente la problématique et les différents hypothèses qui en découlent.

CHAPITRE 1

PRESENTATION DU DOMAINE DE RECHERCHE

Dans le cadre de la stratégie des entreprises, le "recentrage" est souvent assimilé à une politique de retrait¹ par le biais de la réduction du portefeuille d'activités du groupe. Dans sa vision la plus radicale, le recentrage a pour but de "liquider" les activités dites *non stratégiques* afin de renforcer la viabilité d'activités jugées plus pérennes. Cette vision du recentrage reste parcellaire. En effet, le recentrage peut être assimilé à une stratégie de croissance si la liquidation des actifs non stratégiques permet de concentrer les ressources sur un nombre réduit de domaines d'activités afin de les développer. Ce chapitre a deux objectifs :

- le premier réside dans la présentation du cadre d'étude,
- le second vise à approfondir les concepts qui seront mobilisés tout au long de notre travail.

¹ « *Les politiques de retrait comportent plusieurs facettes : la restructuration, la suppression d'activités de certains départements de l'entreprise, la suppression d'unités organisationnelles, le désinvestissement partiel, ou encore, la liquidation totale d'une activité* ». Thiétart R.A. – *La stratégie d'entreprise* – Ediscience, 1993, p.189.

- Section 1 – Le cadre d’analyse du recentrage

1.1 Les nouvelles frontières du groupe se recentrant

1.1.1 La notion de groupe

La notion de groupe évoque aussi bien les grandes unités implantées dans de nombreux pays (conglomérats) que des unités plus petites appelées micro-groupes. Selon un rapport de l’INSEE, un groupe est constitué lorsqu’une entreprise détient la majorité des voix du conseil d’administration d’une ou plusieurs autres entreprises. Etant donné l’absence de définition juridique transversale de la notion de groupe, chaque branche du droit retient une définition spécifique en rapport avec son champ d’application. Ainsi, nous retiendrons pour la suite de nos travaux la définition de l’INSEE selon laquelle « *un groupe est un ensemble de sociétés dépendant par des relations patrimoniales d’un même centre de décision appelé tête de groupe. La tête de groupe est une entreprise qui contrôle au moins une autre entreprise et qui n’est contrôlée par aucune autre. Le contrôle entre les unités est quantitatif (>à50%) ; il est mesuré par la majorité des voix en assemblée d’actionnaires ou en conseil d’administration* »².

Le groupe, en règle générale, se compose de plusieurs pôles d’activités et le rôle de la tête de groupe est d’assurer la coordination et la gestion de toutes les entreprises faisant parti du groupe. Ces entreprises de taille et de nombre très variés peuvent être structurées en filiales directes ou indirectes (filiales de filiales). A travers notre étude nous nous intéressons à une seule catégorie de groupes : les grandes unités ou groupes multinationaux de type industriel, cotés sur le marché boursier parisien. Depuis 1980, nous sommes en présence d’une forte croissance du nombre de groupes français (tableau 1.1) qui jouent un rôle de plus en plus important dans l’organisation et le fonctionnement du système industriel français.

² INSEE – n°553 –INSEE Première –1997.

Tableau 1.1 : Typologie des groupes en France selon la taille

Types de groupes	1980			1989			1995		
	Nbre	Nbre d'entreprises françaises	Nbre moyen d'ent. par groupe	Nbre	Nbre d'entreprises françaises	Nbre moyen d'ent. par groupe	Nbre	Nbre d'entreprises françaises	Nbre moyen d'ent. par groupe
Micro*	627	1966	3,1	1230	4254	3,7	5279	20019	3,8
Petit*	383	1791	4,7	82	4488	5,5	1027	7816	7,6
Moyen*	223	2443	11	241	3461	14,4	292	6351	21,8
Grands*	73	2987	40,9	92	6949	75,5	84	10500	125
Total	1306	9187	7	2383	19422	8,2**	6682	44686	6,7**

*Micro-groupe : moins de 500 salariés – Petit groupe : de 500 à 999 salariés – Moyen groupe : de 2000 à 9999 salariés – Grand groupe : 10000 salariés et plus

**un effet de structure : le nombre moyen d'entreprises par groupe de l'ensemble baisse entre 1989 et 1995, alors qu'il augmente dans chaque catégorie. Le poids de plus en plus grand du nombre des micro-groupes, où le nombre moyen d'entreprises est le plus faible, explique ce résultat.

Source : Enquête INSEE – Liaison financière – n°553 – novembre 1997-

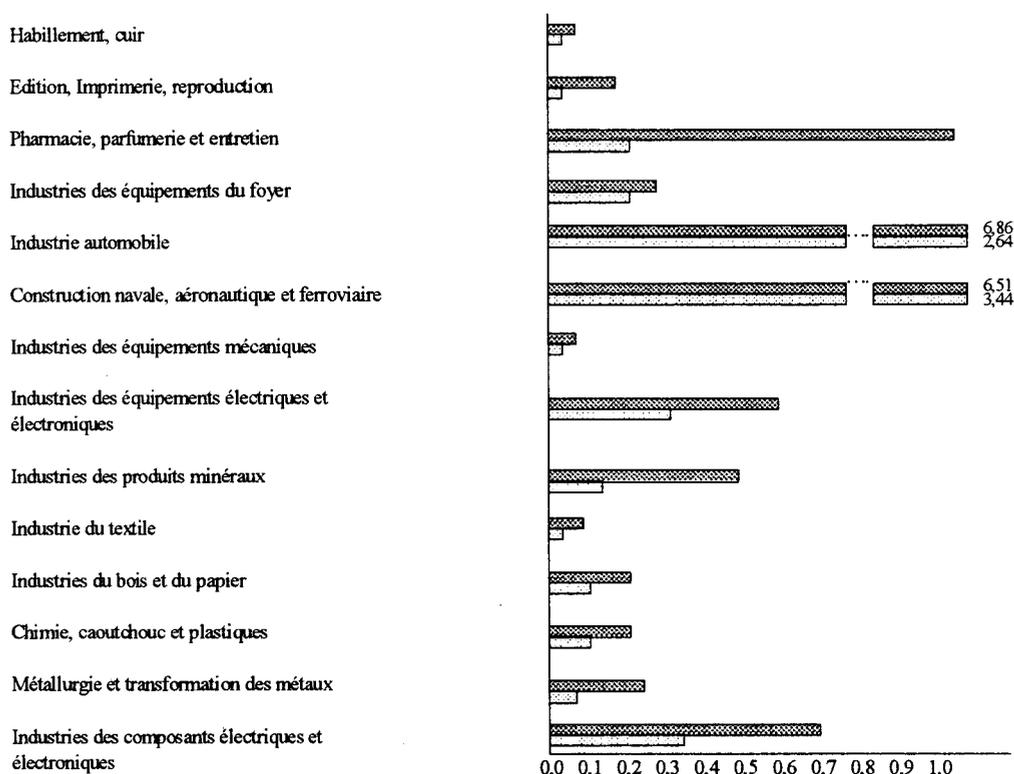
Au total, le nombre d'entreprises françaises a presque quintuplé en quinze ans atteignant 44 700 fin 1995 contre 9200 en 1980. Le nombre de groupes a lui aussi subi une forte progression passant de 1306 en 1980 à 6682 en 1995 (Tableau 1.1). 1992

Les groupes jouent un rôle de plus en plus important dans la structure de l'industrie française, et deviennent le support d'une nouvelle forme de concentration industrielle. Au 1^{er} janvier 1998, 88% du chiffre d'affaires, 95% des exportations et 79% des effectifs étaient contrôlés par 3 900 groupes, contrôlant 8 700 des 23 000 entreprises industrielles de plus de 20 salariés. Selon une enquête récente du SESSI, « *le schéma dominant du groupe industriel est celui d'un réseau multi-entreprises, avec un centre et une périphérie nettement identifiée. Les groupes se développent le plus souvent autour d'une activité principale, celle de la première entreprise du groupe, autour de laquelle gravitent des petites firmes. Ces dernières assurent généralement les activités non principales* »³.

³ Les groupes structurent l'industrie française – Enquête du Sessi – n°127 – février 2000.

Ces dernières années, la croissance importante des groupes a peu modifié la concentration industrielle des secteurs déjà fortement concentrés (comme l'aéronautique et l'automobile). Par contre, l'augmentation du nombre de groupes joue un rôle essentiel dans la concentration d'autres secteurs industriels, jusqu'à présent peu concentrés, tels que la pharmacie, le bois-papier ou encore les composants électroniques. Cette tendance est illustrée par la figure 1.1.

Figure 1.1 : Structure de la concentration des groupes en fonction de leur C.A (année 1997)
 Année 1997 (Indice d'Herfindahl x 10 000) – Critère : C.A



* Moyenne des carré des poids des entreprises dans le chiffre d'affaires.
 Cet indice est t d'autant plus grand qu'un petit nombre d'entreprises réalise une grande part du chiffre d'affaires.
 Cet indice est calculé également au niveau « groupe et entreprise », les différentes filiales d'un même groupe dans un même secteur formant alors une seule unité statistique. Avec ce deuxième mode de calcul, la concentration du secteur est renforcée.

1.1.2 Le choix d'un projet productif

Le recentrage peut être défini « *comme le redéploiement du groupe au sein des secteurs d'avenir dans lesquels il est présent, et l'abandon d'autres branches d'activités devenues moins intéressantes du fait des modifications de l'environnement économique, social et technologique* » (Allouche - 1982). Le recentrage ainsi défini sous-entend que le groupe polarise toutes ses ressources sur un nombre d'activités et de métiers restreint ; il répond ainsi aux nouvelles exigences de l'environnement économique, social et technologique.

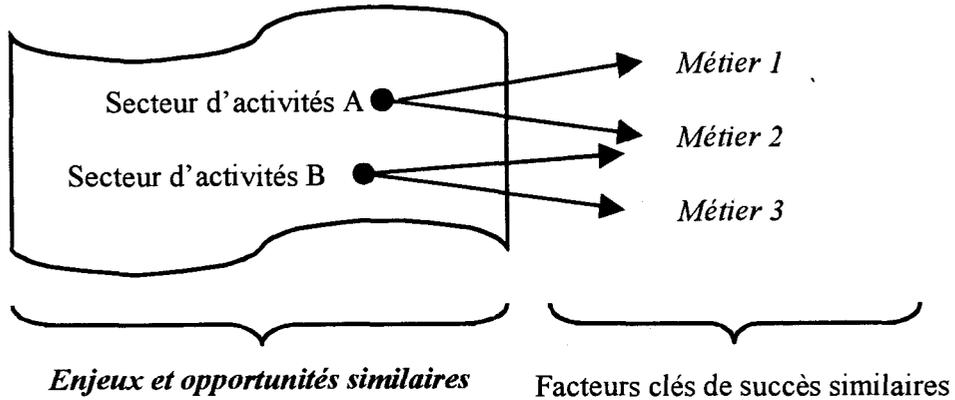
Les termes de « métier » et « d'activité », sont souvent utilisés comme des synonymes du savoir-faire de l'entreprise. Or « l'activité » dans laquelle l'entreprise réalise son chiffre d'affaires est bien différent de la notion de « métier » qu'elle doit maîtriser pour réussir dans le secteur d'activité choisi :

- l'activité peut être définie comme la combinaison de différentes ressources (humaines, physiques, financières, technologiques et organisationnelles) au sein d'un secteur d'industrie donné en vue de proposer des produits ou des services en direction de segments de marchés spécifiques,

- le métier peut être défini comme une somme de compétences et de savoir-faire distinctifs détenus et exploités par une entreprise dans le cadre de ses activités.

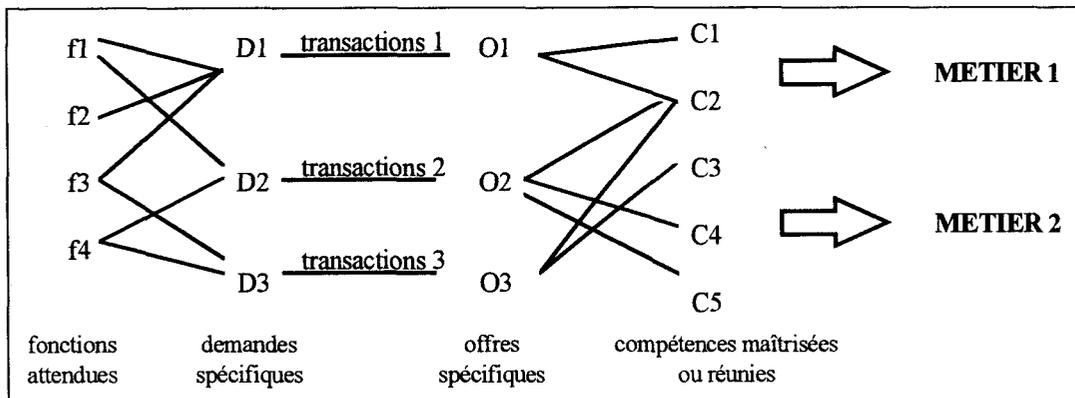
A un secteur d'activité donné peut correspondre un ou plusieurs métiers. Ainsi, une politique de recentrage peut être menée selon deux axes : les activités et/ou les métiers. C'est pourquoi, le choix, dans la réorganisation du portefeuille d'activités doit s'effectuer avec un objectif de renforcement des synergies entre les domaines d'activités stratégiques du groupe. La pertinence du terme « recentrage » subsiste si les activités du groupe sont confrontées à des enjeux et opportunités similaires et que les différents métiers liés aux activités possèdent les facteurs clés de succès similaires (figure 1.2).

Figure 1.2 : Relations entre secteur d'activités, métiers et recentrage



Ainsi, le recentrage est assimilé de manière plus large à « *la capacité de la firme à combiner des savoir-faire afin de répondre (et de susciter) des demandes spécifiques* » (Batsch – 1993 - p176). La figure 1.3 résume les liens entre les demandes attendues par le client, les réponses spécifiques de la firme et les métiers du groupe :

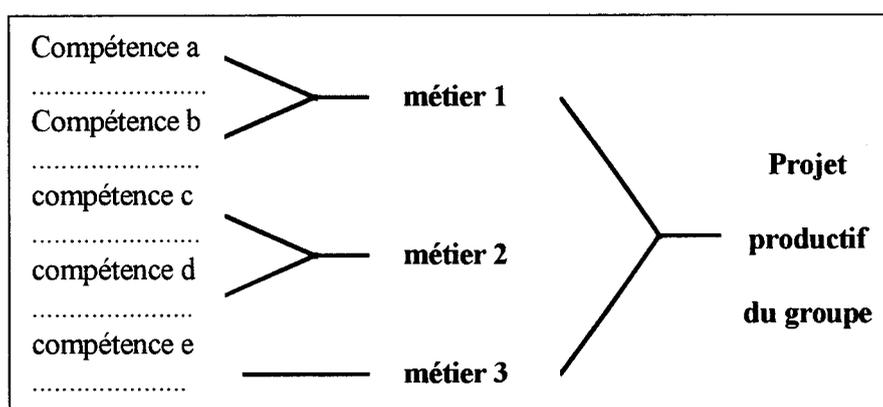
Figure 1.3 : Relations entre “demandes clientèles” et “métiers”



adapté de B. De Montmorillon. - Les groupes industriels - Economica 1986

Le groupe se concentre alors sur un ou plusieurs métiers qui ont pour objectif de réaliser un projet unique : « *le projet productif commun* » (De Montmorillon - 1986). Ce « *projet productif* » est défini comme « ... l'ensemble des métiers que le groupe a décidé d'exercer ou de maîtriser ». Il assure la cohérence stratégique globale du groupe en terme de logique industrielle et financière tout en permettant la coexistence de différents métiers dans une optique de synergie. Ces métiers peuvent appartenir à des secteurs d'activités similaires ou différents.

Figure 1.4 : Le projet productif du groupe



Adapté de « Les groupes industriels » De Montmorillon B. - Economica 1986.

En définitive, les groupes sont amenés à redéfinir leurs priorités stratégiques autour du meilleur axe de compétence potentiel; cet axe étant défini dans la majorité des cas comme le métier du groupe. Cependant, Hamel et Prahalad (1994) proposent une autre conceptualisation des compétences de l'entreprise. Selon les auteurs, la compétence spécifique (*core competence*) de l'entreprise est « *un ensemble de talents et de technologies qui permettent à une entreprise d'apporter un avantage particulier aux clients* ». Cette compétence n'est donc pas rattachée à un produit spécifique mais plutôt à un savoir-faire général. Par exemple, le groupe Pechiney exerce en 1998 deux métiers dans des secteurs d'activités différents :

- le traitement de la matière première (l'aluminium) : on passe de la Bauxite à l'alumine puis de l'aluminium au métal,
- l'emballage : Pechiney intervient dans l'agro-alimentaire, la cosmétologie et la santé.

Agissant sur des marchés très différents, chaque métier fait néanmoins appel à des savoir-faire communs, dont la maîtrise représente le fondement de la stratégie du groupe. Cette stratégie est décrite par les instances dirigeantes comme :

- « une base de production mondiale impliquant pour le groupe la nécessité de savoir fabriquer dans n'importe quelle région du monde et maîtriser les facteurs clés de succès pour y investir et y opérer,
- un poids important de la valeur ajoutée industrielle dans la structure des coûts nécessitant une gestion efficace du cycle d'exploitation et l'anticipation des évolutions techniques et la mise en place d'actions de progrès permanent,
- une capacité à se différencier par la maîtrise des procédés de production, impliquant un investissement sélectif dans le développement de technologies et de procédés⁴ ».

Certes, cette définition très généraliste du métier peut s'adapter à d'autres types d'activités. Selon la représentation que se fait le groupe de son métier, des activités similaires peuvent être classées de manière tout à fait différente. Prenons l'exemple de deux groupes, dont le métier concerne la transformation et le traitement du ciment et du béton, Ciments Français⁵ et Lafarge Coppée⁶. Ces deux groupes ont chacun une représentation différente de leurs métiers ce qui implique une répartition du chiffre d'affaires par pôles d'activités distinctes (Tableau 1.2).

Tableau 1.2 :
Les activités des groupes
Lafarge et de Ciment Français - 1998

Lafarge	Ciments Français
Ciment	Ciment
Granulats et bétons	
Toiture	Granulats
Plâtre	
Matériaux de spécialités	Béton prêt à l'emploi

⁴ Tiré du rapport annuel de PECHINEY 1998, p8.

⁵ Pour Ciments Français, « les métiers se résument en une suite de traitement destinés à valoriser des ressources naturelles pour les transformer en produits de qualité, répondant aux besoins du bâtiment et des travaux publics » - tiré du rapport annuel 1998, p8.

⁶ Le groupe Lafarge donne une définition tout aussi générique de ses métiers présentés de la manière suivante « le choix des matériaux participe à l'amélioration du cadre de vie quotidien. La solidité et la durabilité des réalisations, la fiabilité des aménagements urbains, la prévention et la protection contre l'incendie, le bruit, l'humidité ou encore le froid, l'embellissement des constructions, leur décoration, leur intégration dans l'environnement, la rénovation et la restauration des bâtiments anciens représentent autant de garanties et de progrès pour l'utilisateur final. Lafarge répond à ces attentes par sa technique et son savoir-faire » - tiré du rapport annuel 1998.

Ces quelques exemples montrent la difficulté de définir de manière générique et formelle la notion de « métier » ; chaque acteur en a une représentation propre en fonction de données objectives ou subjectives. Des données objectives, telles que les contraintes de l'activité et des structures productives qui influencent les choix stratégiques du groupe (Kirat et Le Bas - 1993). Des données subjectives, telles que la culture d'entreprise qui est la représentation concrète de l'histoire du groupe (Fligstein, 1990).

La définition du métier est liée à la notion de segmentation stratégique. « *De la segmentation dépendront, d'une part, une identification des concurrents ainsi qu'une prise en compte des attentes spécifiques du marché, d'autre part, un choix de stratégies adaptées au segment ainsi défini, et enfin, une formulation des politiques fonctionnelles accompagnée de la structure organisationnelle qui permettra la mise en œuvre de la stratégie sélectionnée* » (Tietart – 1990). La segmentation est réalisée en fonction de deux perspectives : le produit ou le marché.

Figure 1.5 :
Les deux dimensions de la segmentation stratégique

		<i>DIMENSION MARCHE</i>	
		<i>Même clientèle - Même usage</i>	<i>Différentes clientèles Différents usages</i>
<i>DIMENSION PRODUIT</i>	<i>Même technologie Même coût</i>	Produit 1 / Marché 1	Produit 1 / Marché 1 Produit 1 / Marché 2
	<i>Technologies différentes Coûts différents</i>	Produit 1 / Marché 1 Produit 2 / Marché 1	Produit 1 / Marché 1 Produit 1 / Marché 2 Produit 2 / Marché 1 Produit 2 / Marché 2

Tiré de - *La stratégie d'entreprise* – Raymond-Alain thiétard - 1990

Par conséquent, la détermination du meilleur axe potentiel de développement est une démarche interne au groupe, seule entité capable d'analyser l'ensemble des facteurs intervenant dans les différents métiers et activités du groupe. Une fois, le projet productif établi et les différentes activités classées, le groupe éclate le chiffre d'affaires, parfois le résultat opérationnel, en fonction des activités répertoriées. Nous avons décidé de nous baser sur la représentation faite par le groupe, du métier et de ses différentes activités. La méthodologie suivie lors de l'étude empirique est basée sur cette répartition du chiffre d'affaires, laquelle nous permettra de comparer l'évolution de l'activité principale du groupe par rapport à l'évolution moyenne sectorielle correspondante. Le découpage des moyennes sectorielles est celui repris au sein de l'Insee et du Sessi (Ministère de l'Industrie), lequel semble correspondre au mieux aux caractéristiques des activités industrielles des groupes de l'échantillon.

1.2 Un choix stratégique répondant aux attentes des marchés concurrentiels et financiers mondiaux

Le recentrage d'activités s'apparente à une décision stratégique prise au *sommet* *stratégique* de la firme (Mintzberg – 1992 – p156). En effet, elle engage les acteurs de l'entreprise (dirigeants et salariés) sur le long terme. Les conséquences d'une telle décision sont nombreuses et de nature différente : financières, organisationnelles, sociales, productives et concurrentielles.

1.2.1 L'évolution du marché concurrentiel et le recentrage opérationnel

Internationalisation de l'oc

De profonds bouleversements technologiques et géo-politiques ont permis aux entreprises d'accroître leurs capacités productives et dans un même temps la portée géographique de leurs marchés. En raison de l'émergence des nouvelles technologies de l'information (NTIC), les acteurs bénéficient d'un accroissement des transferts d'informations en vitesse et en volume. En conséquence, les entreprises sont aujourd'hui plus réactives vis-à-vis des opportunités de marchés. Ceci leur permet d'entrer dans une phase nouvelle d'internationalisation et de globalisation de leurs activités économiques. Sur le plan structurel, les NTIC permettent aux entreprises de s'organiser en réseaux au sein desquels chaque unité est partie prenante d'une chaîne de valeur dépassant largement les frontières organisationnelles de l'entreprise classique. Enfin, cette tendance à la globalisation va de pair avec un mouvement de restructuration des entreprises orienté vers le recentrage sur les métiers de base.

Cela étant, si au cours des années 70, les entreprises pouvaient opter pour une stratégie de diversification totale ou conglomérale sans risquer une perte de compétitivité et de rentabilité dans leurs métiers de base ; il est plus risqué dans les années 80-90 de «jouer sur tous les tableaux». Certaines entreprises préfèrent alors limiter leur diversification de peur d'être moins performantes que leurs concurrents. Elles choisissent ainsi de concentrer l'essentiel de leurs ressources sur un nombre limité d'activités afin de rechercher une optimisation de leur taille⁷ autant en volume d'affaires qu'en structure. Le but recherché est le maintien pour les entreprises d'un haut degré de spécificité et d'avantages comparatifs afin de rivaliser avec la concurrence déjà établie ou future. Ce processus s'est concrétisé ces dernières années par une forte croissance des opérations de concentrations notamment, des fusions-acquisitions, réalisées sur les marchés boursiers qu'ils soient américain, européen ou asiatique.

Shleifer et Vishny (1991) confortent cette position et présentent la tendance au recentrage des années 80 comme une phase de déconglomération succédant à la phase de conglomération des années 70. Cette déconglomération répond selon eux aux mêmes objectifs de rentabilité, et, est incitée par les changements environnementaux. Les groupes sont obligés de se concentrer sur leur(s) métier(s) et recherchent un effet de taille dans le but d'accroître :

- les synergies d'exploitation afin d'améliorer l'efficacité du processus de production, ainsi que,
- le pouvoir de négociation du groupe face à ses différents partenaires.

⁷ Les théoriciens appellent cette recherche de la taille optimale la « taille critique » ; en-dessous de cette taille l'entreprise est sous-performante, et au delà, l'entreprise redevient moins rentable à cause de lourdeurs organisationnelles, financières et techniques.

Nous parlons alors de *recentrage opérationnel* où l'objectif est de concentrer l'ensemble des ressources de l'entreprise sur un nombre restreint d'activités de même nature. Mais, ce recentrage opérationnel s'inscrit dans un mouvement plus global. En effet, les grosses entités ne sont pas seules initiatrices de ce mouvement de concentration ; les entreprises industrielles de plus petite taille se structurent, elles aussi, en groupe d'entreprises liant ainsi des relations de sous-traitance, de transferts de technologie et de partenariats divers dans le but d'accroître leurs compétences propres. Une hiérarchie entre les entreprises se crée automatiquement, mettant au sommet une tête de groupe qui est l'actionnaire majoritaire de l'ensemble des sociétés. Ces groupes, nouvellement constitués, cumulent plusieurs avantages tels que :

- l'accroissement de la capacité de réponse du groupe face à la concurrence, et,
- l'accès aux ressources partageables pour les filiales du groupe.

Ainsi, les groupes se concentrent sur leur cœur de métier et l'on peut visualiser ce phénomène à l'aide du tableau 1.3 :

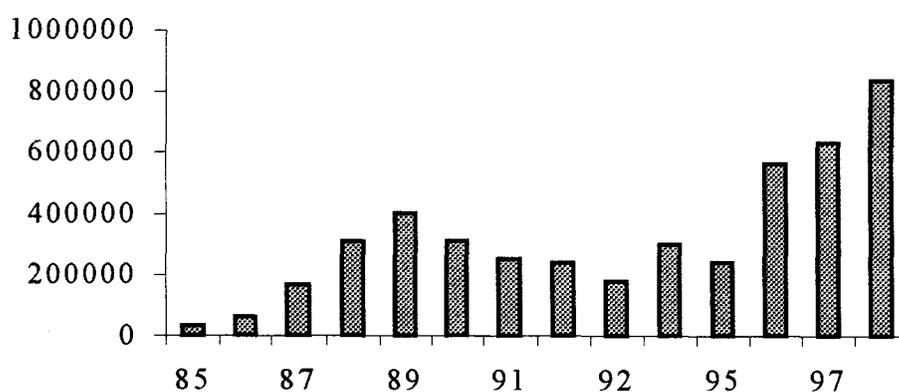
Tableau 1.3 : Concentration des groupes sur leur cœur de métier (1997)

	Nombre de groupe	Chiffre d'affaires de ces groupes dans le secteur (en millions de francs)	Chiffre d'affaires réalisé ailleurs dans l'industrie (en millions de francs)	Poids de la principale activité dans l'activité industrielle du groupe (en%)
Habillement, cuir	227	43 933	856	98,1
Edition, imprimerie, reproduction	281	108 875	19 936	84,5
Pharmacie, parfumerie et entretien	170	220 233	27 456	88,9
Industries des équipements du foyer	290	114 185	24 484	82,3
Industrie automobile	112	507 674	29 334	94,5
Construction navale, aéronautique et ferrov.	70	113 869	23 181	83,1
Industries des équipements mécaniques	609	189 044	25 952	87,9
Industries des équipts. électriques et électro.	264	238 960	36 275	86,8
Industrie des produits minéraux	217	117 132	25 167	82,3
Industrie textile	253	63 446	5 746	91,7
Industrie du bois et du papier	208	105 912	6 648	94,1
Chimie, caoutchouc et plastiques	526	382 908	78 718	82,9
Métallurgie et transformation des métaux	507	248 953	23 149	91,5
Industrie des composants électriq. et électro.	181	117 287	25 865	81,9
	3915	2 572 411	352 766	87,9

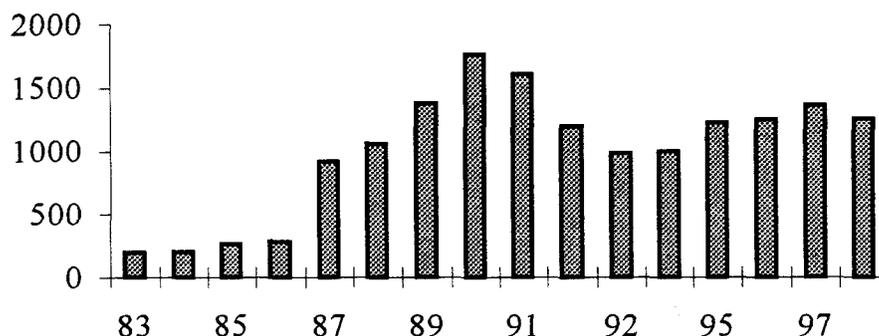
Source Sessi Fichier 1997 – Ministère de l'Economie, des Finances et de l'Industrie –
Les quatre pages des Statistiques industrielles - février 2000.

L'évolution du rapport de force entre les managers et les actionnaires explique aussi en partie la tendance au recentrage des entreprises. Les actionnaires imposent désormais des critères de rentabilité de plus en plus élevés aux équipes dirigeantes. Celles-ci sont poussées, au nom de la rentabilité et de la création de valeur, à entreprendre un travail de réduction des coûts, de *downsizing* et de recentrage très important. Cette tendance au recentrage financier peut être illustrée en France par l'accélération des opérations de concentration, notamment celle des fusions-acquisitions. En effet, contrairement aux apparences, le recentrage des entreprises sur leur métier de base implique une croissance externe orientée vers la recherche d'activités permettant d'exercer des métiers proches. Ainsi, le nombre croissant d'opérations de fusions-acquisitions réalisées en France depuis le début des années 80 (figures 1.6 et 1.7) confirment cette tendance à maximiser la taille des groupes. Toutes les opérations de fusions-acquisitions ne sont pas réalisées dans un but de recentrage ; cependant elles augmentent la concentration du secteur au sein duquel elles sont réalisées.

Figure 1.6 : Le marché des fusions-acquisitions de 1985 à 1998 en valeur (MF)



Sources : « Fusions et Acquisitions » – Janvier 1999 et
Revue d'Economie Industrielle N°53, 1990

Figure 1.7 : Le marché des fusions-acquisitions de 1983 à 1998 en nombre

Sources : « Fusions et Acquisitions » – Janvier 1999 et
Revue d'Economie Industrielle N°53, 1990

L'exemple de Rhône-Poulenc est significatif des mouvements de recentrage permettant de clarifier la stratégie globale, facilitant ainsi des opérations de croissance externe ultérieures, telle qu'une fusion. Rhône-Poulenc est un groupe diversifié qui a intégré à la fin des années quatre vingt un mouvement de recentrage en plusieurs étapes, lequel aboutit finalement en 1999 à une fusion entre Hoechst et Rhône-Poulenc. Première étape du recentrage au début des années 90, le groupe restructure son portefeuille d'activités autour de trois pôles d'activités : la pharmacie, les sciences de la vie et les spécialités chimiques. L'objectif recherché est l'amélioration des marges, la promotion des produits innovants à forte valeur ajoutée qui reste selon les instances dirigeantes la meilleure voie pour créer de la valeur.

Deuxième étape au milieu des années 1990, Rhône-Poulenc se concentre sur les Sciences de la vie (santé humaine, végétale et animale) et la Chimie de spécialité, avec sa filiale Rodhia. Le renforcement de ces deux pôles stratégiques se concrétise en 1997 par le contrôle à 100% de Rhône-Poulenc Rorer et la création de Rodhia. Le tableau 1.4 illustre ce mouvement :

Tableau 1.4 : Processus de recentrage, le cas de Rhône-Poulenc

Renforcement dans les pôles stratégiques : « Sciences de la vie » et « Spécialités Chimiques »	
<i>En 1997 : le groupe prend le contrôle à 100% de Rhône-Poulenc Rorer</i>	<i>En 1997 : Fusion des activités « Chimie » et « Fibres » pour constituer une nouvelle société de Spécialités Chimiques : Rhodia</i>

Enfin 1998 marque, pour le groupe recentré, le passage à une maturité qui l'autorise à continuer sa stratégie de croissance interne et externe. Cette croissance qui se veut fondée sur l'innovation et l'internationalisation, se construira par la fusion des activités Sciences de la Vie de Rhône-Poulenc et de Hoechst au sein d'une société commune appelée Aventis (fusion réalisée en 1999). La fusion entre ces deux sociétés focalise l'activité uniquement sur l'activité unique des « Sciences de la vie » ; les deux partenaires se désengageant de leurs activités respectives non liées aux Sciences de la Vie.

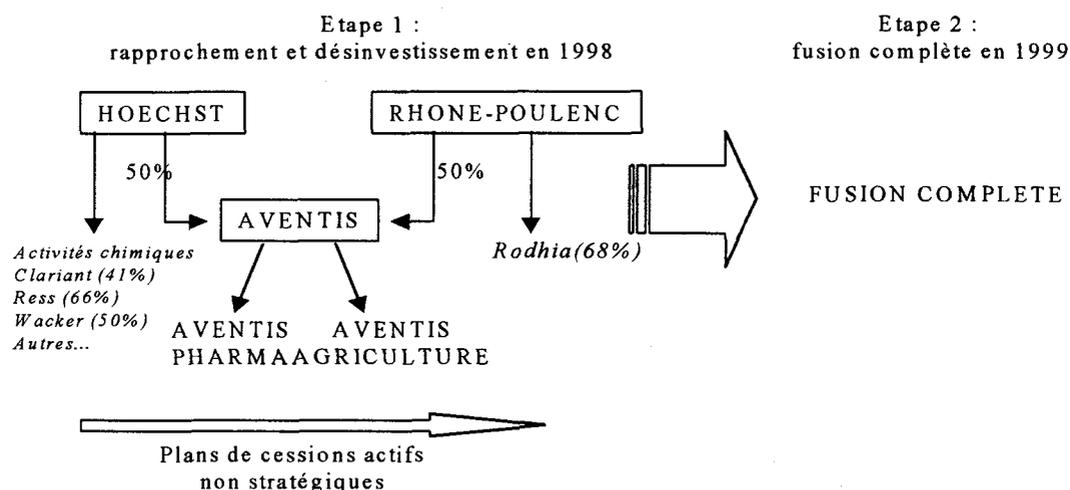
Figure 1.8 : Extrait du rapport annuel de Rhône-Poulenc 1998

1998 Jean-René Fourtu, Président Directeur Général de Rhône-Poulenc déclare :

« L'année 1998 marque l'aboutissement de notre stratégie de recentrage sur les sciences de la vie avec la création et la mise sur le marché de Rhodia ainsi que l'annonce du projet de fusion avec Hoechst. Les sciences de la vie de Rhône-Poulenc, notamment en pharmacie, sont aujourd'hui engagées dans une véritable dynamique de croissance. Les résultats de 1998 confirment que nos nouveaux produits, en particulier l'anticancéreux Taxotere, l'anti-thrombotique Lovenox, l'insecticide Regent et l'herbicide Balance, sont les leviers de cette croissance. Par ailleurs, les réorganisations mises en œuvre commencent à produire leurs effets positifs, en particulier au niveau de la rentabilité. Nous disposons de tous les atouts pour assurer le succès d'Aventis. »

La fusion (figure 1.9) c'est à dire la combinaison des activités « sciences de la vie » des deux groupes a pour objectif d'améliorer l'efficacité opérationnelle et la compétitivité du nouvel ensemble grâce notamment à la mise en œuvre de synergies estimées à plus de 6 milliards de francs entre 1999 et 2001: « ces économies devraient se répartir à raison de 60% dans la pharmacie et 40% dans les activités liées à l'agriculture et aux autres domaines »⁸.

Figure 1.9 : Etape de la fusion Hoechst et Rhône-Poulenc

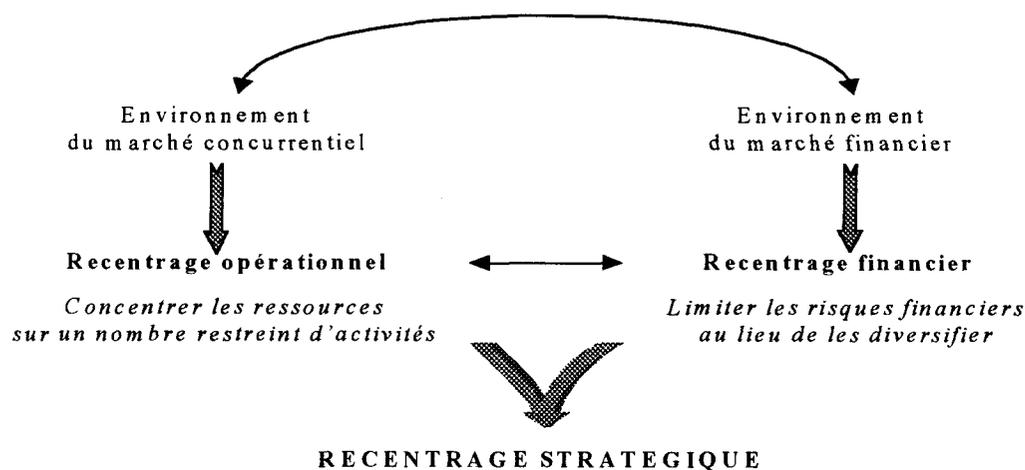


Le recentrage stratégique (figure 1.10) a par conséquent deux objectifs simultanés: un objectif opérationnel et un objectif financier. L'objectif opérationnel répond au souci de concentrer les ressources sur un nombre limité d'activités quand l'objectif financier du recentrage consiste à limiter les risques financiers à quelques activités au lieu de les diversifier en multipliant les activités non liées. Cette décision de nature stratégique demeure néanmoins tributaire de la santé financière de la firme. Si la firme se trouve dans une dynamique de rentabilité, le recentrage d'activités s'apparente principalement à une stratégie d'acquisition d'activités concentriques associée parfois à quelques désengagements périphériques.

Toutefois ces désengagements s'inscrivent dans une **optique offensive** : le montant des ressources du désinvestissement étant alloué au financement de la croissance centrée (acquisition ou création d'entités liées au métier du groupe). A contrario, si la firme est dans une situation financière critique, le recentrage d'activités s'inscrit alors dans une **optique défensive** et se confond avec le resserrement de la gamme d'activités. Dans ce cas, plusieurs actions stratégiques sont possibles :

- soit se retirer complètement d'un secteur d'activité en vendant toutes les entités existantes du secteur considéré,
- soit se retirer partiellement d'un secteur d'activité en ne vendant que les entités non rentables. Ce désengagement partiel ou total d'un secteur d'activité permet alors de renforcer la viabilité des autres activités.

Figure 1.10 :
Le recentrage stratégique - objectif opérationnel et financier



⁸ Rhône-Poulenc : « Informations aux actionnaires – Décembre 1998 – n°36.

Section 2 - Les décisions financières dans une stratégie de recentrage

2.1 Les différentes opérations de dé/croissance externe

Le redéploiement des actifs lors d'une stratégie de recentrage a pour objectif soit la croissance soit la décroissance externe⁹.

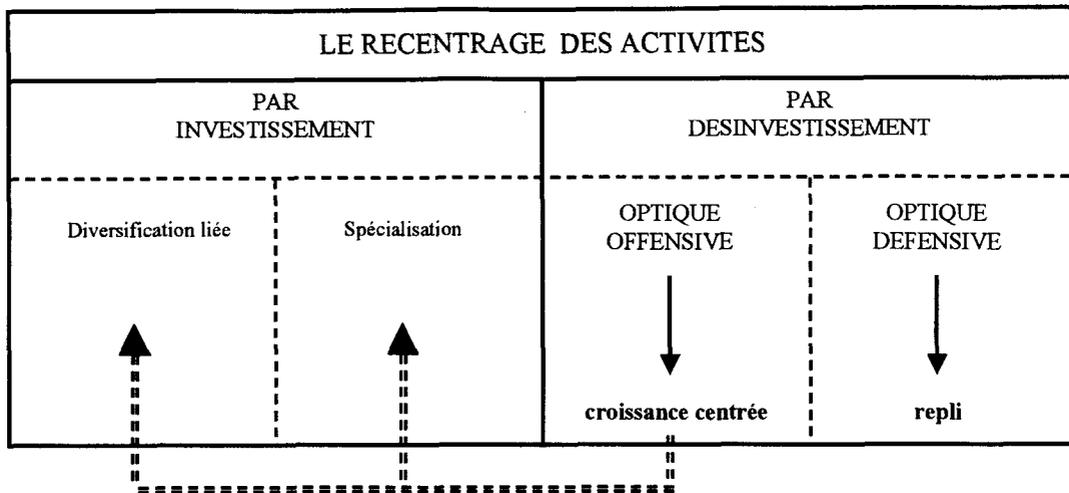
Nous identifions la *croissance externe* à l'acquisition ou à la création de nouvelles entités dans le but d'accroître la concentration du groupe sur un ou plusieurs métiers. Nous parlerons alors de croissance « centrée ». La *décroissance externe* s'identifie quant à elle à la cession des activités périphériques qui ne rentrent plus dans la logique industrielle du groupe. La croissance et la décroissance mettent en œuvre simultanément ou séparément des stratégies d'investissement et de désinvestissement.

La croissance centrée est la conséquence d'une politique d'investissement effectuée par le groupe dans les domaines stratégiques existants. Cette croissance s'assimile à l'augmentation de la concentration des activités sur quelques domaines stratégiques (augmentation du nombre d'activités reliées ou du nombre de filiales dans les activités). Les ressources pour une telle politique proviennent de trois origines possibles : le free cash-flow du groupe, l'endettement ou le désinvestissement d'activités périphériques.

La décroissance est quant à elle la conséquence d'une politique de désinvestissements d'activités périphériques ; le surplus monétaire dégagé par les désinvestissements ne sert qu'à consolider financièrement les activités déjà existantes. Le désinvestissement est ici utilisé par le groupe comme une simple **stratégie réactive ou défensive**. Cependant, le désinvestissement est considéré comme une **stratégie proactive ou offensive** lorsqu'il a pour objectif d'utiliser le cash-flow des cessions pour réinvestir dans des actifs stratégiques (figure 1.11).

⁹ La croissance ou la décroissance externe implique une modification des frontières du groupe. Cette modification est effective lorsque deux caractéristiques sont réunies : un accord avec une entreprise externe au groupe et un transfert d'actifs. On parle alors de croissance externe ou de décroissance externe selon que « la zone de contrôle du groupe sur des moyens de production combinés » augmente (croissance externe) ou diminue (décroissance externe).

Figure 1.11 : Le recentrage stratégique, optique offensive ou défensive



Le recentrage peut s'identifier par conséquent à des trajectoires stratégiques a priori opposées telles que la croissance externe ou la décroissance. Sept grandes opérations s'inscrivent dans cette démarche (tableau 1.5). Ces opérations pour la plupart courantes lors de toute restructuration d'entreprise peuvent être mise en place spécialement lors d'un recentrage stratégique. Nous les présenterons ici succinctement tout en nous attardant sur l'une d'entre elles : la scission, peu fréquente jusqu'alors en France mais qui pourrait le devenir dans les années futures.

Tableau 1.5 : Recentrage et conduite stratégique d'entreprise

But	Croissance/Décroissance externe
Opérations	La fusion-absorption La reprise ou vente d'activités La prise de contrôle La participation minoritaire La création de sociétés communes Les accords interentreprises La scission

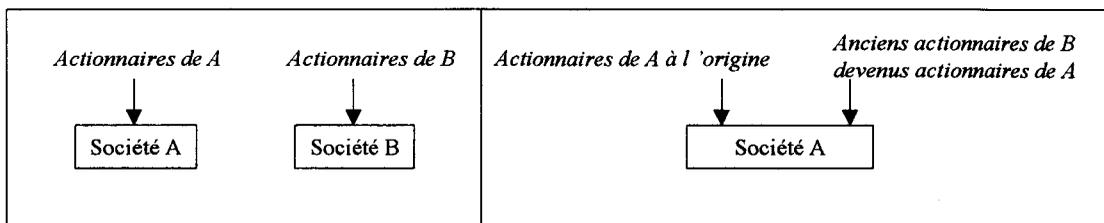
2.1.1 Les opérations les plus courantes

*** La fusion/absorption**

La fusion-absorption est l'une des opérations de croissance les plus couramment utilisées. Nous l'identifions comme l'opération par laquelle deux ou plusieurs sociétés se réunissent pour n'en former plus qu'une seule. Prenons l'exemple de deux sociétés A et B ; la société A veut acquérir l'activité de la société B, elle décide de l'absorber. A la différence d'une cession d'activité, il n'y a pas de transfert de « cash » mais seulement un transfert de titres entre les deux sociétés. Cette fusion-absorption se traduit alors par :

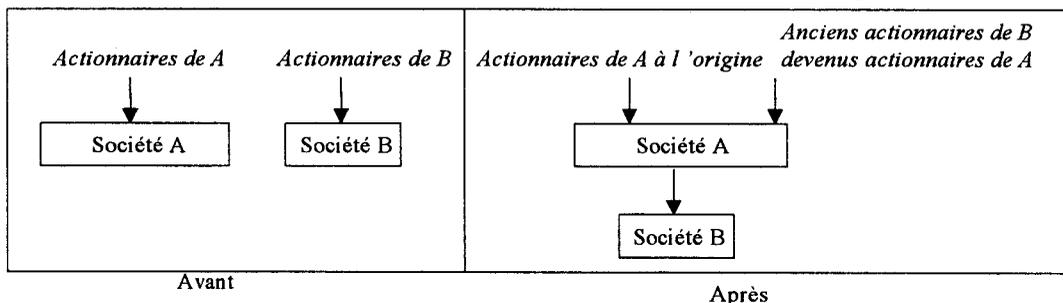
- la transmission universelle du patrimoine de B à A,
- la dissolution sans liquidation de B,
- la rémunération des actionnaires de la société absorbée B par la remise des titres de la société A

Figure 1.12 : Représentation de la fusion-absorption



Il existe aussi d'autres formes d'opérations découlant des fusions. La fusion dite à « l'anglaise » est par exemple l'apport des titres de la société B à la société A. Les actionnaires de la société B reçoivent en contrepartie des actions de la société A. Ici les deux sociétés subsistent, B devenant filiale de A, les actionnaires de B devenant les actionnaires de A :

Figure 1.13 : Représentation de la fusion dite « à l'anglaise »



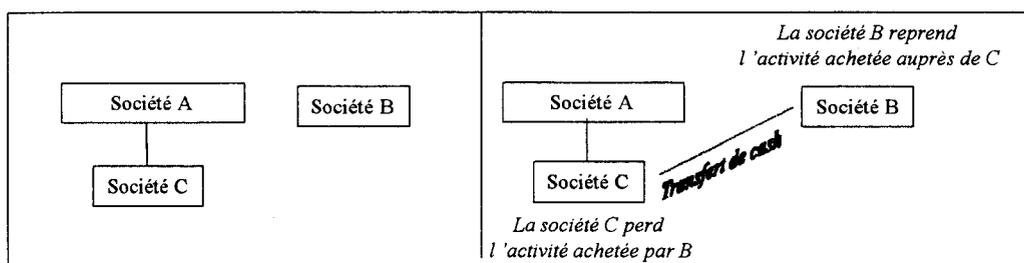
La fusion-acquisition est a priori considérée comme une opération de croissance externe qui ne cadre pas tout à fait avec un mouvement de recentrage. Pourtant comme

nous l'avons vu précédemment après un désengagement soutenu de certaines activités du groupe, une opération de fusion-acquisition peut être un moyen de croître et de renforcer sa position concurrentielle dans le pôle dit stratégique.

*** La reprise ou la vente d'activité**

La vente ou la reprise d'une activité d'une société n'entraîne aucune modification de l'organigramme juridique des sociétés concernées. Seul le contenu de chaque société changera. La société acheteuse reprend ainsi dans son bilan l'actif et le passif acquis auprès de la société vendeuse. A titre d'exemple, supposons qu'une société B veuille acquérir une activité appartenant à une société C elle-même filiale d'une société A, nous obtenons le graphique suivant :

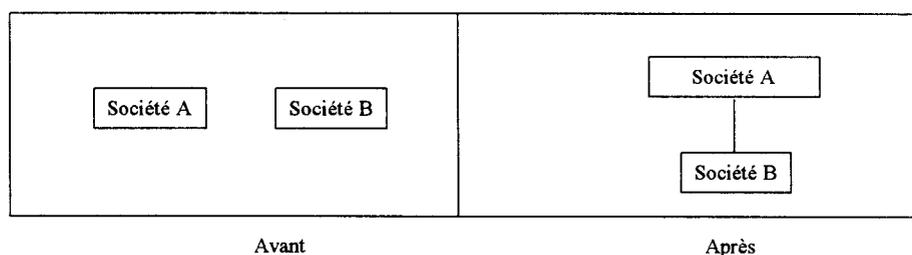
Figure 1.14 : Représentation de la reprise/vente d'activités



*** La prise de contrôle**

La prise de contrôle d'une société A sur une société B consiste en l'achat de titres de B par A. La société A prend le contrôle de la société B si le nombre de titres achetés lui permet d'obtenir la majorité (par définition plus de 50% des actions). B devient alors filiale de A :

Figure 1.15 : Représentation de la prise de contrôle



La participation minoritaire est l'achat d'une fraction du capital d'une société. Cette fraction est dite « minoritaire » car elle reste inférieure à 50% du capital total. La participation minoritaire est devenue une pratique courante en France ; cette prise de participation est très souvent « réciproque » ou « croisée » de la part des entreprises cotées : une entreprise A détient x% d'une entreprise B qui détient elle-même x% de A.

*** La création de sociétés communes et les accords interentreprises**

Les accords inter-entreprises permettent à deux sociétés de mettre en commun et d'échanger des ressources de même nature ou de nature différente. Ces alliances peuvent prendre des formes distinctes en fonction :

- de leur nature juridique de l'accord
- des ressources mises en commun (caractère plus ou moins stratégique)
- des enjeux commerciaux liés à l'accord (développement de nouveaux marchés)

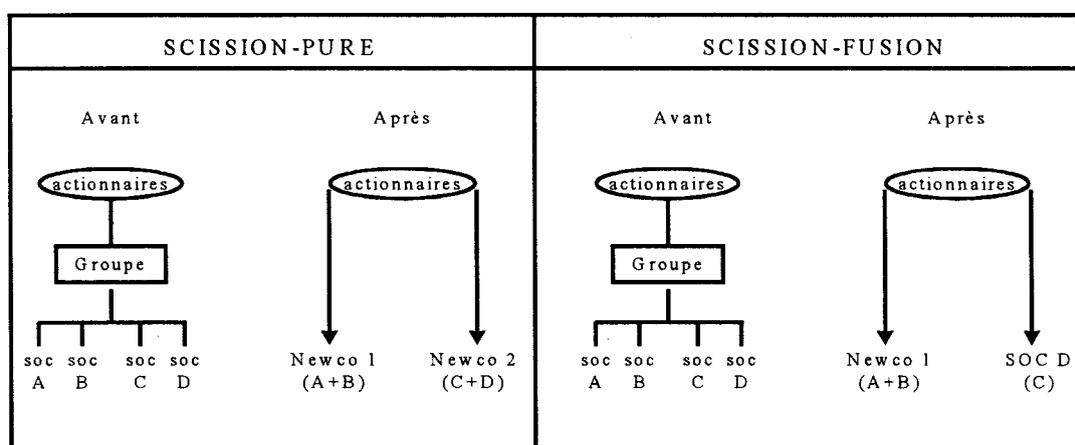
Ces alliances demeurent particulièrement efficaces dans le cadre du recentrage. Elles permettent tout d'abord de ne pas investir lourdement, mais au contraire de partager les ressources avec un partenaire. En second lieu, ces alliances permettent également de bénéficier des synergies inter entreprises et par là même d'engager un recentrage autour d'une stratégie de réduction de coût obtenue grâce à un phénomène d'économies d'échelle. Enfin, d'un point de vue concurrentiel, elle permet de conquérir très rapidement des marchés nouveaux pour un coût relativement faible comparés aux coûts de financement externes (appel aux marché par exemple). Contrairement aux alliances, la création de sociétés communes est une opération plus rare car plus coûteuse en structure et en fonctionnement. Néanmoins, elle permet d'éviter les coûts de création d'une nouvelle entité pour chacun des partenaires ; elle a pour objectif de stabiliser les relations entre partenaires. En effet, les coûts de sortie d'une entreprise commune sont beaucoup plus importants que ceux d'une alliance, renforçant ainsi le lien entre les partenaires.

2.1.2 La scission : opération originale en France

La scission de groupe est la forme la plus évoluée de recentrage d'activité. Elle permet de scinder les activités non homogènes du groupe en unités distinctes, permettant aux actionnaires de gérer eux-même le couple risque-rentabilité. De plus, c'est la seule technique aboutissant à la dissolution de la maison-mère.

La scission est l'opération par laquelle une entreprise apporte l'ensemble de son patrimoine (actif + passif) à au moins deux sociétés nouvelles ou préexistantes. La société "apporteuse" appelée société scindée se dissout : elle disparaît purement et simplement après la réalisation effective de la scission. Cette dissolution n'implique pas une liquidation des actifs de la firme, puisque ceux-ci sont redéployés au sein des entreprise issues de la scission. Les actionnaires de la société scindée deviennent alors actionnaires des sociétés nouvelles ou préexistantes au prorata de leurs droits dans la société dissoute. Nous distinguons deux types de scission, la **scission pure** et la **scission-fusion**. La scission pure transmet le patrimoine de la société-mère à plusieurs sociétés créées à cet effet. Le patrimoine de la société scindée (société-mère) constitue alors le patrimoine des nouvelles sociétés. La scission-fusion est quant à elle l'opération qui transmet le patrimoine de la société-mère à plusieurs sociétés dont au moins une existe déjà légalement. Le patrimoine de la société scindée vient alors augmenter le capital de(s) société(s) préexistante(s).

Figure 1.16 : Représentation de la Scission pure et de la scission fusion



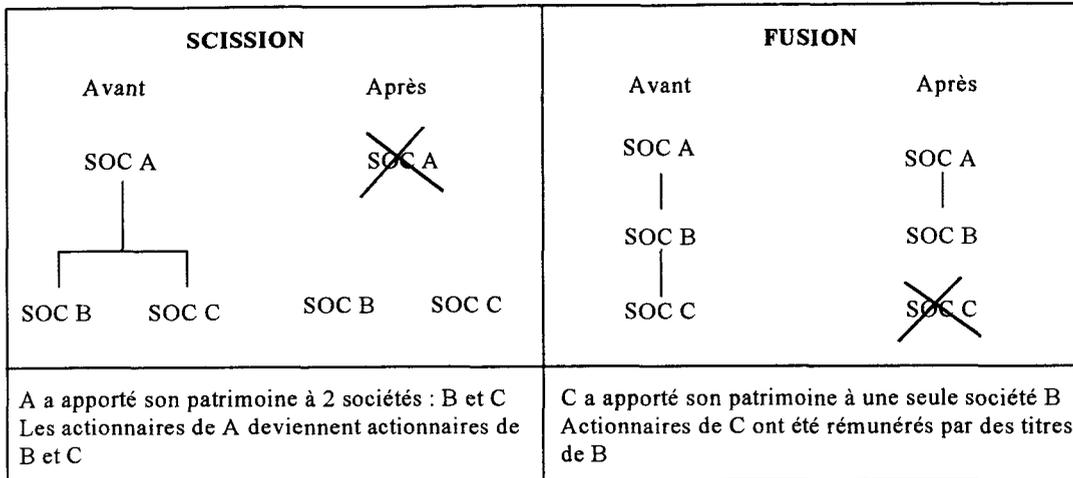
La scission apparaît au même titre que la fusion et l'apport partiel d'actifs comme une opération de restructuration permettant à une entreprise d'adapter sa structure et sa stratégie à l'évolution de son environnement économique. La fusion, la scission et l'apport partiel d'actifs se caractérisent juridiquement par :

- un transfert de titres (actions ou parts sociales),
- la transmission universelle du patrimoine (actif et passif) de la société apporteuse à la société bénéficiaire,
- l'échange de titres de la société bénéficiaire de l'apport contre les titres de la société apporteuse ou de la société qui disparaît,
- la dissolution sans liquidation de la société "apporteuse".

L'opération de scission semble très proche des autres opérations de restructuration. Cependant des différences significatives les opposent, et font de la scission une opération bien spécifique. Dans le cas de l'apport partiel d'actifs, une société A apporte une partie de son activité à une société B et reçoit en contrepartie de cet apport des titres de B. C'est ici la firme qui reçoit les titres et non pas les actionnaires. La firme A n'est pas dissoute et poursuit son activité. A l'opposé, la firme qui apporte la totalité de son patrimoine lors d'une scission est dissoute après la réalisation de celle-ci. De plus, ce sont les actionnaires de la firme dissoute qui reçoivent directement les actions des sociétés ayant bénéficié de l'apport.

Dans le cas de la fusion, deux ou plusieurs sociétés se réunissent pour n'en former plus qu'une seule. Le plus souvent, une société absorbe l'autre : c'est alors une fusion-absorption. Dans ce cas-ci la différence entre la fusion et la scission tient au fait que l'ensemble du patrimoine de la société absorbée lors d'une fusion est transféré à une société unique appelée société absorbante. L'ensemble du patrimoine de la société scindée quant à lui est réparti entre plusieurs sociétés (au moins deux).

Figure 1.17 : Représentation des scissions et fusions



L'opération de scission étant l'opération inverse de la fusion, le concept de synergie ($2+2 = 5$) peut se définir par l'égalité inverse « $5 = 3 + 3$ ». Cette équation peut se comprendre par le fait qu'une entreprise unique en se scindant en deux unités distinctes permet de combler le manque de synergie qui existait au sein du groupe. Ce manque de synergie disparaît après la scission, ce qui permet aux nouvelles entreprises (A et B) d'augmenter leur valeur. Les actionnaires du groupe (A+B) deviennent alors actionnaires des entreprises distinctes A et B et voient leur richesse augmentée selon le principe inverse de la synergie :

$$\begin{array}{ccc}
 \mathbf{V (MM)} & < & \mathbf{V(A) + V(B)} \\
 \text{Valeur de la société} & & \text{Valeur cumulée des sociétés} \\
 \text{avant la scission} & & \text{après la scission}
 \end{array}$$

La synergie peut alors être définie dans le cas des scissions comme le supplément de valeur consécutif à la séparation de branches complètes d'activité d'une entreprise en plusieurs unités distinctes, supplément qui ne peut être obtenu que par la technique de scission.

2.2 Approche financière du recentrage et création de valeur

L'approche financière du recentrage et la mesure de la performance découlent des approches traditionnelles issues de la théorie financière. Ces mesures sont des mesures ex ante (ratio Q, ratio de Marris, EVA...) ou des mesures ex post (mesures issue de la théorie du portefeuille).

2.2.1 Les mesures ^{financières} ex-ante de la performance

Les leviers de la création de valeur sont multiples, mais ont selon la théorie financière, un objectif unique de maximisation de la richesse des actionnaires. Accroître la richesse des actionnaires sous-entend l'accroissement de la rentabilité des capitaux investis par les actionnaires. La décomposition de la rentabilité des actionnaires peut se faire en plusieurs ratios classiques (où RC est le résultat courant de l'actionnaire, CA le chiffre d'affaires et DØ les dettes financières) :

$$\frac{RC}{C} = \frac{RC}{CA} \times \frac{CA}{AE} \times \frac{AE}{C} = \frac{RC}{CA} \times \frac{CA}{AE} \times \left(1 + \frac{DØ}{C}\right)$$

Ainsi la rentabilité des capitaux propres (RC/C) est fonction du taux de marge réalisé (RC/CA), du rendement des actifs économiques (CA/AE) et du levier d'endettement $[1+(DØ/C)]$. A chaque ratio correspond une stratégie précise :

- la stratégie concurrentielle dans le but d'accroître les marges,
- la stratégie économique et organisationnelle pour le rendement des actifs,
- la stratégie financière pour le levier d'endettement¹⁰.

Les mesures de la performance liées à ces types de stratégie sont des mesures financières traditionnelles ex-ante, tels que le ratio Q proposé par Tobin¹¹, ou encore le

¹⁰ Nous renvoyons le lecteur vers l'ouvrage de L. Bastch pour une présentation plus détaillée de ces trois

2.2 Approche financière du recentrage et création de valeur

L'approche financière du recentrage et la mesure de la performance découlent des approches traditionnelles issues de la théorie financière. Ces mesures sont des mesures ex ante (ratio Q, ratio de Marris, EVA...) ou des mesures ex post (mesures issue de la théorie du portefeuille).

2.2.1 Les mesures ex-ante de la performance

Les leviers de la création de valeur sont multiples, mais ont selon la théorie financière, un objectif unique de maximisation de la richesse des actionnaires. Accroître la richesse des actionnaires sous-entend l'accroissement de la rentabilité des capitaux investis par les actionnaires. La décomposition de la rentabilité des actionnaires peut se faire en plusieurs ratios classiques (où RC est le résultat courant de l'actionnaire, CA le chiffre d'affaires et DØ les dettes financières) :

$$\frac{RC}{C} = \frac{RC}{CA} \times \frac{CA}{AE} \times \frac{AE}{C} = \frac{RC}{CA} \times \frac{CA}{AE} \times \left(1 + \frac{DØ}{C}\right)$$

Ainsi la rentabilité des capitaux propres (RC/C) est fonction du taux de marge réalisé (RC/CA), du rendement des actifs économiques (CA/AE) et du levier d'endettement $[1+(DØ/C)]$. A chaque ratio correspond une stratégie précise :

- la stratégie concurrentielle dans le but d'accroître les marges,
- la stratégie économique et organisationnelle pour le rendement des actifs,
- la stratégie financière pour le levier d'endettement¹⁰.

¹⁰ Nous renvoyons le lecteur vers l'ouvrage de L. Bastch pour une présentation plus détaillée de ces trois types de stratégie –Batsch L. – *Finance et stratégie* – Economica 1999 – p17.

Les mesures de la performance liées à ces types de stratégie sont des mesures financières traditionnelles ex-ante, tels que le ratio Q proposé par Tobin¹¹, ou encore le ratio de Marris¹² (l'inverse du Book to Equity Ratio). D'autres mesures plus récentes de la valeur créée font l'objet de nombreuses recherches en finance d'entreprise. On peut noter la MVA, la « Valeur de Marché Ajoutée » ou encore l'EVA, la « Valeur Economique Ajoutée ». Le modèle d'EVA, initié par Stern et Stewart (95), est mesuré par la différence entre le résultat économique après impôt et le coût des capitaux investis par les investisseurs financiers (actionnaires et créanciers financiers), soit :

$$EVA = (r_{et} - K_t) * C_t$$

Avec,

C_t = Le montant des capitaux investis

R_{et} = La rentabilité économique en t des capitaux investis, égale au ratio R_{et}/C_t (avec R_{et} = résultat net d'exploitation avant frais financiers)

K_t = le coût moyen pondéré du capital (son évaluation repose sur les approches traditionnelles)

L'EVA représente donc la valeur ajoutée par l'entreprise, pendant un exercice, aux capitaux employés, ou encore peut être défini comme « le surprofit évalué relativement à la norme constituée par le CMPC »¹³.

La MVA, quant à elle, est la différence entre la valeur de marché des capitaux propres et des dettes (VM) et la valeur comptables de ces capitaux (VC), soit :

$$MVA = VM - VC$$

Stern et Stewart (95) définissent « la valeur ajoutée de marché » comme la valeur actuelle de la série d'EVA, soit :

$$MVA_t = \sum_{t=1}^n \left(\frac{EVA_t}{(1+k)^t} \right)$$

Avec k = Coût moyen pondéré du capital

¹¹ Le ratio Q mesure l'ensemble des rentes anticipées, sur un horizon infini. Cette mesure se fait en rapportant la somme des valeurs de marché des titres détenus par l'ensemble des apporteurs de fonds (actionnaires et créanciers) au montant des capitaux qu'ils ont investis. Ce montant est évalué par le coût de remplacement des actifs financés.

¹² Le ratio de Marris repose sur la même logique que le ratio de Tobin mais ne prend en considération que les capitaux investis directement par les actionnaires. Ce ratio est égal à la capitalisation boursière de l'entreprise divisé par la valeur comptable des capitaux propres.

¹³ Charreau G. – *La mesure de performance des entreprises* – Banques et Marchés N°34 – mai-juin 1999 – p46-51.

2.2.2 Les mesures (ex post) de la performance issues de la théorie du portefeuille

Les mesures issues de la théorie du portefeuille, semblent mieux s'adapter à la mesure de la performance lors d'un recentrage stratégique. En effet, le recentrage va impliquer un quatrième type de stratégie lié à la notion de portefeuille d'activités et de maximisation du couple risque/rentabilité. Le recentrage, d'un point de vue exclusivement financier, permet de limiter les risques financiers à quelques activités liées aux métiers du groupe. L'adage « diversifions les activités pour diversifier le risque total de l'entreprise » est remplacé par l'adage « *concentrons les activités de l'entreprise autour d'un savoir-faire unique pour limiter le risque total de l'entreprise* ». Ainsi nous passons d'une stratégie de diversification de type congloméral à une stratégie de recentrage ; autrement dit d'un risque diversifié à un risque circonscrit (figure 1.18).

Figure 1.18 :

L'appréhension du risque pour les activités conglomérales et recentrées

Les actionnaires préfèrent investir dans divers titres que dans des titres diversifiés (on peut expliquer la décote des holding par plusieurs raisons) :

- 1) Il est probable que le conglomérat n'offre pas la meilleure rentabilité dans tous les secteurs où il est implanté. Plus il est diversifié, plus la probabilité augmente qu'il ne soit pas le meilleur dans chacune de ces branches.
- 2) Les groupes diversifiés peuvent être suspectés de différer l'application de solutions radicales pour faire face aux difficultés rencontrées dans une de leurs branches, tant que les résultats obtenus ailleurs leur offrent une compensation
- 3) La composition du portefeuille d'activités congloméral ne correspond pas a priori au portefeuille d'équilibre que l'actionnaire souhaiterait constituer. En effet, le conglomérat présente l'inconvénient d'offrir un portefeuille « standard » imposé dont la rentabilité est susceptible d'être battue par un portefeuille autrement diversifié.
- 4) La réduction du risque attaché à la diversité d'un portefeuille ne dépend pas seulement du nombre d'activités, mais aussi de la pondération relative de chacune de ces activités dans l'ensemble du portefeuille d'actifs.
- 5) En revanche, la réduction du risque économique pour un produit ou une activité donnée tend à privilégier la diversification géographique : la globalisation poussant à étendre les frontières de l'activité du groupe, celui-ci est de fait conduit à gérer un risque – pays.

Les différentes mesures issues de la théorie du portefeuille sont traditionnellement : le coefficient de Treynor et l'alpha de Jensen (Figure 1.19). Ces différents indices s'inscrivent dans la continuité du Modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF), et mesure la valeur créée pour les actionnaires. Selon le MEDAF, la rentabilité d'un actif risqué est égale à la rentabilité de l'actif sans risque plus bêta fois le supplément de la rentabilité du portefeuille de marché par rapport à l'actif sans risque. Soit :

$$E(R_j) = RF_t + \beta_j(E(RM_t) - RF_t)$$

Avec, RF_t : la rentabilité de l'actif sans risque,
 β_j : le risque systématique,
 RM_t : la rentabilité de l'indice de marché

Figure 1.19 : Présentation des coefficients de Sharpe, Treynor et de l'alpha de Jensen

1/ Le coefficient de Sharpe

Le coefficient de Sharpe (1966) est le rapport entre la prime de risque obtenue et le niveau de risque du portefeuille. La prime de risque est la différence entre la rentabilité moyenne sur la période et ce qu'aurait rapporté un placement sans risque. Le risque est mesuré par le risque total traditionnellement mesuré par l'écart type des rentabilités.

$$SH_j = (\bar{R}_{jt} - RF_t) / \sigma_j$$

avec \bar{R}_{jt} la rentabilité moyenne du portefeuille j sur la période t ;
 RF_t , la rentabilité de l'actif sans risque sur la période t,
 σ_j , le risque total du portefeuille j sur la période t.

Ce ratio signifie le supplément de rentabilité par unité de risque apporté par le portefeuille. Le portefeuille ayant la valeur la plus élevée du ratio est considéré comme étant le plus performant puisque, pour un niveau donné du risque, il provoque la rentabilité unitaire la plus élevée.

2/ Le coefficient de Treynor

Le coefficient de Treynor (1965) est le rapport entre la prime de risque obtenue et le niveau de risque systématique du portefeuille. Le risque systématique est mesuré par le bêta du portefeuille obtenu par la régression des rentabilités du portefeuille sur celles d'un indice de marché. Soit :

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_j(RM_t) + \epsilon_{jt} \quad \text{et} \quad TR_j = (\bar{R}_{jt} - RF_t) / \beta_j$$

Avec R_{mt} , la rentabilité de l'indice de marché sur la période t
 β_j , le risque systématique du portefeuille j
 α_j , la rentabilité du portefeuille quand le marché est stationnaire
 ϵ_{jt} , La rentabilité résiduelle

3/ L'alpha de Jensen

La méthode de Jensen (1968) s'appuie directement sur le MEDAF et cherche à capturer la rentabilité du portefeuille qui n'est pas expliquée par ce modèle :

$$(R_{jt} - RF_t) = \alpha_j + \beta_j(RM_t - RF_t) + \epsilon_{jt}$$

avec α_j , la rentabilité non expliquée par le MEDAF.

Source : GALLAIS-HAMONNO G., GRANDIN P.

« Les mesures de performance » - Banque et Marchés - n°42, p56-60 - 1999.

La transposition des indices de la théorie de portefeuille à la performance de l'entreprise permet de mesurer la création de valeur pour l'actionnaire (Charreau G-1998) :

- « Le coefficient de Sharpe, mesuré par $SH = (R-R_f)/\sigma$, indique le différentiel entre le taux de rentabilité moyen sur une période donnée du titre (R) et le taux de rentabilité de l'actif sans risque (R_f) ajusté par l'écart type, représentant le risque total. Ce faisant on suppose que le portefeuille de l'investisseur n'est pas diversifié et comprend exclusivement des titres de l'entreprise considérée ». L'indice de Sharpe rapporte la rémunération offerte par unité de risque ; il ne constitue pas une mesure directe de la création de valeur pour l'actionnaire. « Il peut cependant permettre d'apprécier la valeur créée en étant confrontée au benchmark constitué par l'indice de Sharpe évalué à partir de la rentabilité d'équilibre. Si le taux de rentabilité d'équilibre est, conformément au Medaf, de $R_e = R_f + \beta_j(E(RM_t)-R_{F_t})$, l'indice Sharpe à l'équilibre est de $SH_e = (R_e - R_f) / \sigma$.

Si l'indice calculé est supérieur à cette norme, l'entreprise a offert sur la période considérée une rentabilité, ajustée au risque total, supérieure à celle requise par les actionnaires ».

- « Le coefficient de Treynor, mesuré par $TR = (R-R_f) / \beta$, repose sur l'hypothèse que le détenteur de titres de l'entreprise détient par ailleurs un portefeuille bien diversifié. Le risque spécifique étant éliminé, seul le risque systématique est retenu pour pondérer la rentabilité. A l'instar de l'indice de Sharpe, cet indice ne constitue pas non plus une mesure directe de la valeur créée. On ne peut appréhender cette dernière qu'en comparant à un indice de référence fondé sur la rentabilité d'équilibre et égal à : $T_e = E_m - R_{F_t}$. Si T est supérieur à T_e , la rémunération offerte par l'entreprise, pondérée par le risque systématique, est plus élevée que la norme requise et il y a création de valeur ».

- « L'alpha de Jensen, mesuré par $\alpha = R - R_e$, représente l'écart de taux de rentabilité entre la rentabilité obtenue et le taux de rentabilité requis par le MEDAF. Un terme α positif signifie qu'il y a eu création de valeur, les capitaux ayant été rémunérés au-dessus du taux d'équilibre. L'indice Jensen permet d'appréhender directement la valeur créée sous forme d'un écart de taux ».

Conclusion du Chapitre 1

Ce chapitre 1 souligne les difficultés à cerner les axes potentiels de performance d'une structure complexe tel que le groupe composé de filiales et de sous-filiales. Les termes de groupe, de métier, de savoir-faire, et d'activité ont été définis afin de mieux appréhender la frontière entre les activités dites stratégiques et celles dites non stratégiques ; le groupe étant l'entité la plus apte à définir avec précisions ses zones de compétences, le plus souvent en terme de métier. Ce chapitre présente aussi les différents aspects du recentrage (opérationnel et financier) ainsi que les mesures de la création de valeur qui en découlent.

Les chapitre suivants présentent le recentrage dans son cadre théorique et analyse les causes (chap. 2) et les conséquences (chap. 3) d'un recentrage stratégique.

CHAPITRE 2

LES CAUSES DU RECENTRAGE

- Etudes théoriques -

Le recentrage est largement étudié comme une stratégie post-diversification. En effet, comme nous le verrons dans **la première section**, les chercheurs en stratégie et en finance ont principalement étudié le recentrage comme la conséquence d'une diversification mal réussie de la firme lui faisant perdre de la valeur. Cependant, nous mettrons en valeur à la fin de **la deuxième section**, d'autres facteurs intervenant dans la prise de décision d'une telle stratégie. Ces facteurs découlent essentiellement des changements dans l'environnement économique de la firme qui poussent certaines d'entre elles ayant réussi leur diversification à se recentrer sur une ou plusieurs activités principales. L'objectif est double : faire face à la mondialisation de la concurrence et répondre aux attentes des marchés financiers.

- Section 1 - La stratégie de diversification : prémisse à une stratégie de recentrage ?

1.1. Analyse du lien Diversification - Recentrage - Performance

La relation entre la stratégie de diversification et la performance de la firme fut à l'origine d'un courant de recherche empirique très riche. Initié par Rumelt en 1974, ce thème d'étude a toujours fait l'objet d'un intérêt soutenu par les chercheurs en stratégie et en finance. Les travaux récents de Bergh (1995), de Tallman et Li (1996) en stratégie et de Liebeskind et Opler (1998) en finance, en témoignent. Malgré la multitude des études réalisées sur ce thème, les résultats sont extrêmement contrastés. Un grand nombre d'entre elles attestent d'un résultat globalement positif liant la diversification et la performance de l'entreprise. D'autres cependant, parviennent à des conclusions beaucoup plus neutres ou opposées.

Ce manque de convergence provient sans aucun doute de la multiplicité des critères définissant la diversification. Ainsi, les termes de diversification liée et non liée, de diversification verticale, horizontale, concentrique ou conglomérale sont employés ; chacun de ces termes représentant des options stratégiques aux conséquences multiples sur la performance de la firme. De plus, la multiplicité des mesures de diversification (indice d'entropie, d'Herfinhdal) et de performance (mesures boursières ou comptables) est également avancée pour expliquer ce manque de convergence.

Même si aujourd'hui, le lien entre diversification et performance reste d'actualité, les recherches se sont peu à peu intéressées à une autre relation liant Stratégie et Finance : **le recentrage et la performance**. Ce thème de recherche découle directement des études réalisées autour de la stratégie de diversification. C'est pourquoi, nous proposons au lecteur d'analyser en premier lieu la relation diversification-recentrage (1.1.1) avant de centrer notre réflexion sur le thème central de notre recherche : le recentrage et la performance financière de la firme (1.1.2).

1.1.1 La relation "Diversification" et "Recentrage"

Lien traditionnel entre le recentrage et la diversification

L'augmentation incontestée des opérations de recentrage aux Etats-Unis ainsi que dans les pays européens a amené les chercheurs à s'interroger sur les causes de cette tendance stratégique. L'ensemble des études (théoriques et empiriques) réalisées jusqu'à présent fait ressortir un lien entre la diversification antérieure et le recentrage. Les chercheurs sont partis du constat que la plupart des groupes qui entamaient un changement stratégique tel que le recentrage, étaient des groupes très diversifiés dans une situation financière précaire, voire déficitaire. Ce lien a été mis en évidence dans de nombreuses études empiriques (John et Ofek - 1995 ; John, Lang et Netter - 1992). Ces études soulignent qu'une stratégie de diversification destructrice de valeur pour la firme est généralement à la source d'une décision de recentrage du groupe autour de quelques activités de base¹ (figure 2.1).

Figure 2.1 : Lien traditionnel entre Diversification et Recentrage



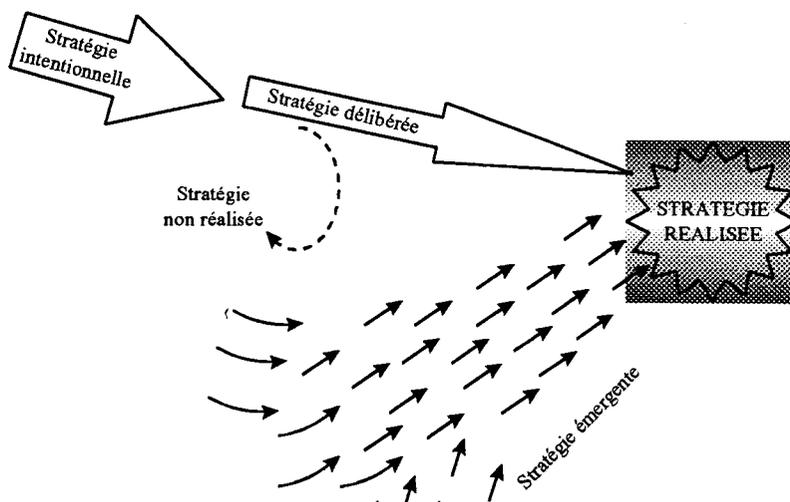
Cette relation ne se concrétise pas instantanément, mais se met en place sur un laps de temps plus ou moins long. En effet, les conséquences de toute orientation stratégique d'un groupe s'analysent en terme de *trajectoire* (Batsch – 1992 - p33) plutôt qu'en résultat instantané. Ainsi "*il est difficile de donner un sens à une manœuvre stratégique, sans la replacer dans le temps. Un désengagement, par exemple sera, selon l'histoire du groupe, signe d'une stratégie de spécialisation, ou une simple rectification de frontière, ou encore une étape dans la reconversion du groupe. De même, une opération de diversification peut*

¹ Cependant des études plus récentes soulignent le fait que des firmes diversifiées créatrices de valeur optaient de la même manière pour la mise en place d'une stratégie de recentrage (Liebeskind et Opler -98).

être marginale par rapport aux projets du groupe, comme elle peut poser un jalon vers un redéploiement de ses objectifs". La mesure de la performance stratégique s'analyse par conséquent selon la *trajectoire* mise en place par le groupe sur une période plus ou moins longue.

Mintzberg (1994) confirme ce point de vue et définit la stratégie par les mots "*plan*" et "*forme*". La stratégie est un **plan** "...ou quelque chose d'équivalent ; une direction, une trajectoire ou un guide pour l'action orientée vers le futur...". Mais la stratégie est aussi une **forme** "c'est à dire une cohérence entre comportements au cours du temps". La **stratégie réalisée** par l'entreprise découle à la base d'une stratégie intentionnelle qui est plus ou moins concrétisée. Celles qui sont complètement concrétisées sont appelées **stratégies délibérées**. A l'inverse, celles qui n'aboutissent pas sont dites **stratégies non réalisées**. Mintzberg reconnaît enfin une troisième possibilité stratégique appelée **stratégie émergente** qui se définit par le fait qu'elle n'est pas expressément voulue par l'entreprise et qu'elle se dégage au fur et à mesure des actions entreprises par le groupe (figure 2.2).

Figure 2.2 : Les différentes formes de stratégie



Source : Mintzberg H. *Grandeur et décadence de la planification stratégique* -Dunod 1994, p41.

La *stratégie réalisée* se conçoit alors comme un processus d'apprentissage plus ou moins contrôlé par l'organisation. Notre recherche empirique tient compte de ce phénomène puisqu'elle s'étend sur plusieurs années, de 1994 à 1997. Ainsi nous pouvons cerner les groupes qui ont eu tendance à se recentrer pendant ces quatre années en prenant en compte la globalité des actions stratégiques effectuées pendant ce laps de temps.

Les différentes trajectoires stratégiques de diversification

La stratégie de diversification est traditionnellement décomposée en deux sous-ensembles : **la diversification liée et la diversification non liée.**

La diversification liée est présentée comme une stratégie de croissance homogène autour de quelques pôles d'activités privilégiés. Plusieurs options découlent de la stratégie de diversification liée : l'intégration verticale (amont ou l'aval) et l'intégration horizontale (tableau 2.1) :

Tableau 2.1 : Les différentes formes de diversifications liées

<i>Diversification liée</i>	<i>But</i>
Intégration par l'amont	Réduction de pouvoir de négociation des fournisseurs Contrôle accentué des sources d'approvisionnement Optimisation des coûts de production
Intégration par l'aval	Meilleur contrôle des structures de distribution Meilleure connaissance des segments cibles

La **diversification non liée** est à l'opposé celle qui permet à la firme de croître dans des branches d'activités diverses. On retrouve ainsi les groupes à croissance conglomerale d'origine industrielle ou financière. Cette distinction classique entre conglomérat financier et conglomérat industriel peut être remise en cause si l'on considère que la plupart des groupes cumulent au sein de leur portefeuille d'activités ces deux branches. Cependant, la typologie proposée par De Woot et De Maredsous (1984) conforte cette opposition finance/industrie en définissant le type de conglomérat par le métier de base de la maison mère qui contrôle l'ensemble du groupe.

Cette opposition entre diversification liée et non liée fut à l'origine de nombreuses études sur le lien entre la diversification et la performance. Les résultats sont parfois contrastés ; certaines études affirment que la diversification liée permet d'accroître la valeur de la firme, a contrario de la diversification non liée (Berger et Ofek - 1995). D'autres études trouvent des résultats plus neutres, voire opposés (Lang et Stulz - 1995). Cependant, ces études s'accordent sur une analyse du recentrage comme un processus de repli de la part de l'entreprise qui le met en place. Ce repli stratégique est dû à une diversification non liée qui ne permet plus à l'entreprise de créer de la valeur. La "dé-diversification" par un recentrage sur les activités de base, apparaît alors comme un moyen permettant de limiter la perte de valeur et d'engranger si possible un processus de re-création de valeur pour la firme. La figure 2.3 souligne ce lien traditionnel entre diversification et recentrage.

Figure 2.3 : Lien entre diversification non liée et recentrage



Logique de la croissance
Concours → croissance

Une autre présentation des options stratégiques de diversification est proposée par Batsch (1992). Cette présentation se base sur le fait que le but initial d'une stratégie de diversification est la **croissance**. Trois logiques de croissance sont alors proposées : la croissance centrée, la croissance dispersée et enfin la croissance déplacée. Ces formes de croissance prennent des trajectoires stratégiques différentes (tableau 2.2) selon la situation stratégique du groupe (position de repli ou position d'expansion). Pour les groupes en repli, la croissance centrée désigne un processus de désengagement ou de retrait pour se limiter à quelques activités dites stratégiques pour le groupe. Ceci n'exclut pas quelques acquisitions directement liées aux activités de base du groupe. La croissance déplacée signifie, lors d'une situation de repli pour le groupe, la reconversion totale des activités du groupe vers un autre secteur d'activité ou un pôle stratégique donné.

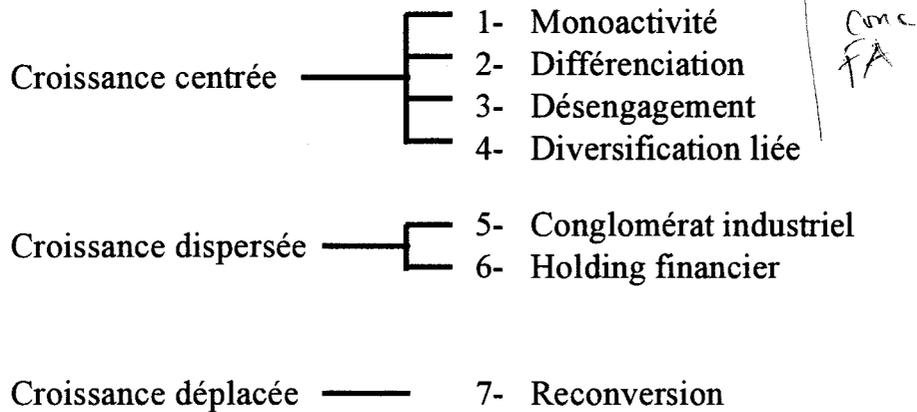
Tableau 2.2 : Les différents types de croissance

CROISSANCE	Repli	Expansion
Centrée	Retrait	Diversification liée
Dispersée	*****	Diversification non liée
Déplacée	Sur un pôle	Sur un autre

Source : Batsch (1992)

Pour les groupes en expansion, la croissance centrée a pour objectif de croître de manière cohérente autour de quelques pôles stratégiques, autrement dit par une diversification liée. La croissance dispersée procède, quant à elle, d'une volonté de croissance non liée dans le but de diversifier les activités du groupe sur des pôles stratégiques nouveaux. Enfin la croissance déplacée amène certains groupes à renverser nettement la hiérarchie de leurs activités sur une longue période. Batsch (1992) présente ainsi les différentes trajectoires stratégiques du groupe en fonction du critère de croissance. Cette typologie est reprise dans la figure 2.4.

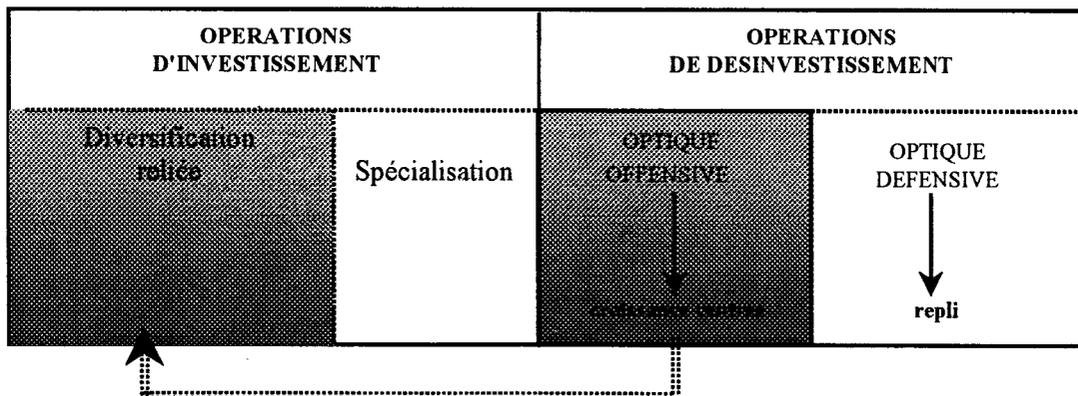
Figure 2.4 :
Typologie des trajectoires stratégiques du groupe en phase de croissance



Source : Batsch (1992)

Cette présentation permet ainsi de visualiser le recentrage dans sa globalité, c'est à dire dans **une optique de repli mais aussi de croissance** ; dimension trop souvent écartée par la théorie et les études empiriques (figure 2.5).

Figure 2.5 :
Représentation du recentrage dans une optique de croissance ou de repli



Nous rappelons qu'une stratégie de recentrage peut allier les deux options stratégiques que sont le désengagement d'actifs dits non stratégiques et une diversification liée². En effet, des désengagements ciblés et ponctuels ne sont pas un obstacle à une *trajectoire* de croissance voulue par la firme. Cette trajectoire comme nous l'avons vu précédemment s'identifie à un processus dont la cohérence se révèle sur une plus ou moins longue période.

Ayant présenté, d'une part, le lien entre la diversification et le recentrage et, d'autre part, les trajectoires stratégiques post-diversification selon deux visions différentes, nous pouvons nous intéresser au thème central de notre recherche : la relation entre le recentrage et la performance. Cette relation sera l'objet du paragraphe suivant (1.1.2).

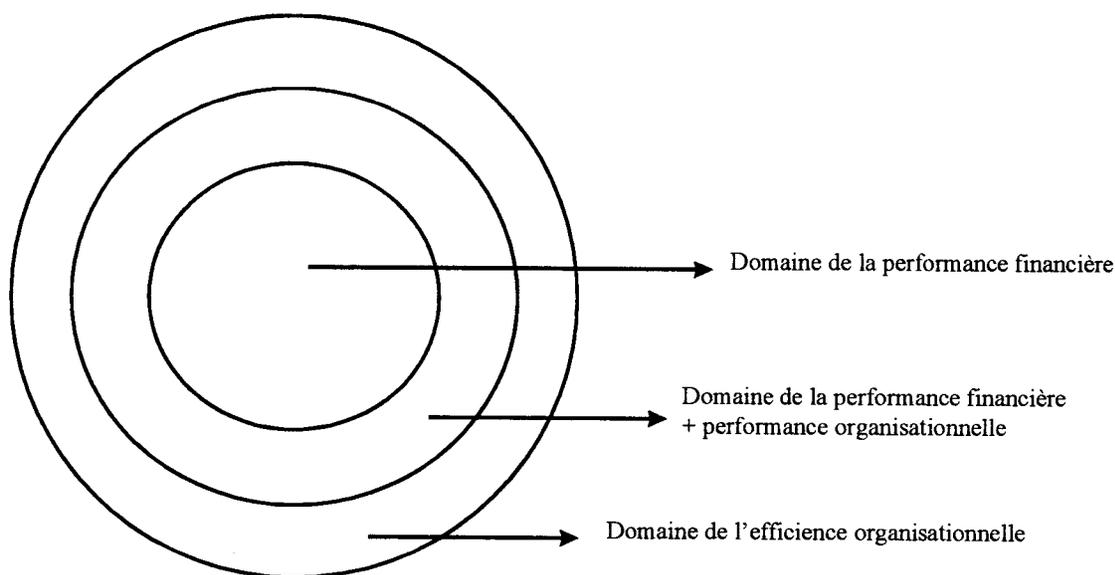
² La diversification doit être strictement liée au métier sur lequel le recentrage s'opère. Les différents activités du groupe doivent avoir une certaine synergie opérationnelle, manageriale et financière.

1.1.2 La relation entre recentrage et performance

Le concept de performance

Face aux multiples manières d'appréhender le concept de performance en sciences de gestion, nous nous devons de préciser la dimension du concept retenu dans le cadre de cette thèse. Pour cela, nous nous appuyons sur les travaux de Venkatram et Ramanujam (1986) qui proposent une classification des différentes approches de la mesure de performance d'activité. Selon eux la performance d'activité ("business performance") dans le domaine stratégique est un sous-ensemble du concept global d'efficacité organisationnelle. Ils proposent ainsi (figure 2.6) une représentation schématique des approches génériques du concept de performance ; cette représentation permet d'appréhender la performance en fonction des différents courants de recherche en gestion.

Figure 2.6 : Le concept de performance



Source : Venkatraman, N. et Ramanujam, V. (1986 - p803)

"Measurement of business performance in strategy research : a comparison of approaches", *Academy of Management Review*, Vol.11, n°4, p801-814.

La dimension la plus restrictive du concept de performance est *la dimension financière*. Cette approche utilise deux types d'indicateurs : les ratios basés sur les documents comptables et financiers de l'entreprise, et les ratios basés sur des mesures boursières. Une approche plus large consiste à ajouter des indicateurs *de performance opérationnelle* aux indicateurs de performance financière. Les indicateurs opérationnels mesurent la performance de l'entreprise au sein de son environnement. Ainsi on note l'évolution de la part de marché détenue par l'entreprise, l'élargissement de la gamme de produits, le poids de la Recherche et Développement (R&D) au sein de l'organisation, et d'autres indicateurs d'efficacité technologique. Enfin la dernière dimension soulevée par Venkatram et Ramnujam (1986) est le domaine de l'efficacité organisationnelle. Cette dimension tente de définir la performance en tenant compte de la nature multidimensionnelle de l'entreprise. Les dimensions financières, organisationnelles, managériales et opérationnelles constituent *l'efficacité organisationnelle* de l'entreprise.

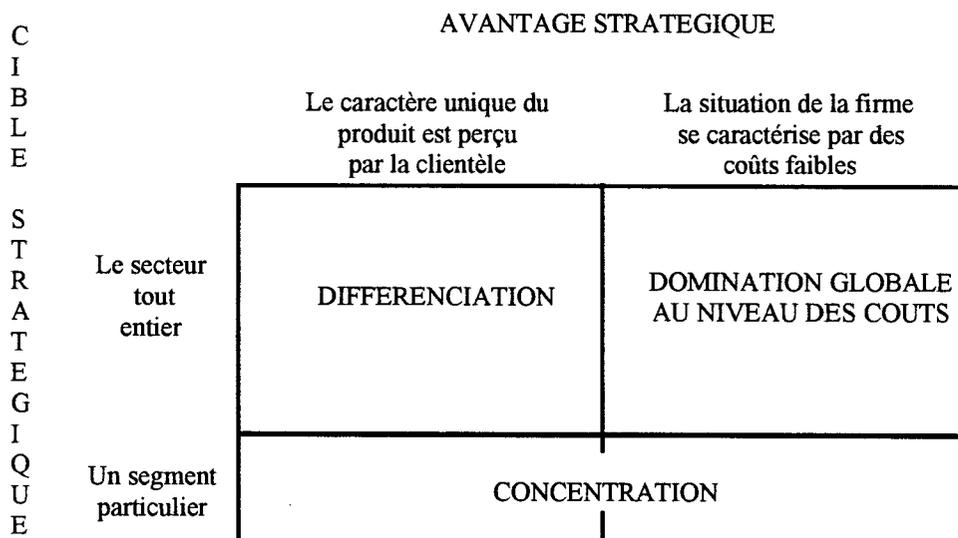
Les recherches empiriques sur la relation entre recentrage et performance se sont essentiellement restreintes à la première dimension du concept de performance : la dimension financière. Cependant nous verrons dans la deuxième section de ce chapitre que les études post-événement ne se limitent pas seulement à cette seule dimension et font appel aussi à des indicateurs définis ci-dessus comme opérationnels tels que la croissance des ventes, l'intensification de la concurrence, les changements au niveau managérial et opérationnel. Nous délimitons le concept de performance par cette dimension financière, accentué néanmoins par quelques indicateurs opérationnels lors de notre étude empirique.

70

f La relation entre le recentrage et la performance sous l'hypothèse d'imperfection des marchés

Le courant de pensée lié à la stratégie de recentrage se situe dans un contexte d'imperfection des marchés et des firmes. Concernant les marchés, les produits offerts par les firmes d'une même industrie ne sont pas substituables ; il y a par conséquent "hétérogénéité stratégique" (Hoskisson et Hitt – 1990 - p471). Le niveau de performance de la firme dépendra alors de sa capacité à s'adapter à son environnement économique, social et surtout concurrentiel. Concernant la firme, si les acteurs sont considérés comme rationnels ils n'agissent pas toujours selon un processus décisionnel optimal. Par exemple, même si les dirigeants d'une firme ont pour objectif de maximiser la performance de celle-ci, ils peuvent opter selon leur propre intérêt pour des choix de gestion plus ou moins créateur de richesse pour les actionnaires. Dans un tel contexte, le choix stratégique de la firme a un effet déterminant sur la performance de la firme. Ce choix stratégique peut être de toute nature (figure 2.7) et notamment un choix de concentration d'activités.

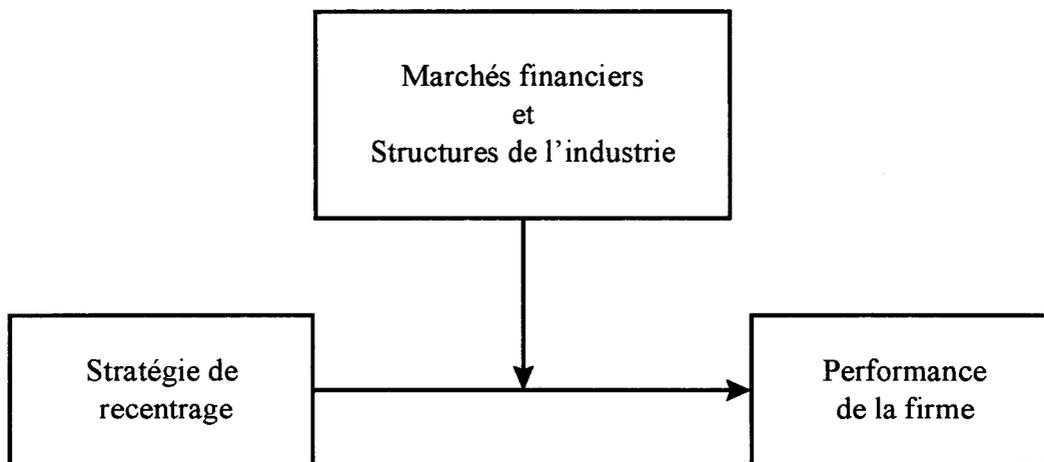
Figure 2.7 : L'approche stratégique selon Porter



Source : Porter M. E. " Choix stratégique et concurrence" *Economica* 1982, p42.

La finalité de ce choix stratégique est d'exploiter de façon optimale les deux formes d'imperfection mentionnées. La concentration, et plus précisément le recentrage, apparaît alors comme un moyen d'accroître la performance globale de la firme. Hoskisson et Hitt (1990) présentent ainsi un modèle général entre choix stratégique (de diversification) et performance qui peut être repris dans le cadre d'une stratégie de recentrage (figure 2.8).

Figure 2.8 : Modèle général de la perspective théorique de la relation recentrage-performance selon l'hypothèse d'imperfection des marchés et des firmes



Source : Adapté de HOSKISSON et HITT, 1990, p493.

Le recentrage est alors vu comme un levier stratégique de performance en favorisant l'ajustement de la firme aux conditions évolutives du marché sur lequel elle fonctionne. Les études empiriques n'établissent pas toutes cette relation de cause à effet entre recentrage et augmentation de la performance. Nous verrons dans notre étude empirique que selon la nature des opérations de recentrage (investissement ou désinvestissement) ce lien n'est pas forcément établi.

1.2. La firme dans une situation de sur-diversification

Les chercheurs en littérature stratégique sont les premiers à s'intéresser au phénomène de "dé-diversification". Ils s'accordent sur le fait qu'une firme ne peut se diversifier indéfiniment sans risquer des déséconomies d'échelle importantes aussi bien d'un point de vue managerial, organisationnel que financier. Dans un monde de type oligopolistique où chaque transaction d'échanges réalisée sur le marché comporte des coûts (Coase - 1937 ; Williamson - 1975), la croissance d'une firme trouve ses limites dans les coûts qui lui sont associés. En effet, deux courants théoriques s'opposent sur les conséquences de la diversification sur la valorisation de la firme. Le premier courant³ initié par Williamson (1970-1975) et Lewellen (1971) suggère que la diversification apporte certains avantages potentiels (1.2.1) tels que la création d'un marché interne de capitaux plus performant que le marché externe, ou encore une meilleure efficacité managériale. Ces avantages impliqueraient une création de valeur pour la firme. Plus récemment, un autre courant théorique⁴ (Lang et Stulz - 1994 ; Berger et Ofek - 1995) met en valeur, quant à lui, les coûts potentiels liés à ce type de stratégie (1.2.2). Il montre que la diversification comporte des coûts qui font perdre de la valeur à la firme ; ces coûts proviennent entre autre du surcoût lié à l'achat de nouvelles entités et d'une mauvaise utilisation du marché interne de capitaux.

Il existerait par conséquent une limite à la diversification, ou plus exactement, un niveau de diversification optimal (1.2.3) qui serait atteint lorsque les coûts égaliseraient les bénéfices potentiels liés à la diversification. Le niveau de diversification optimal serait différent pour chaque firme et dépendrait des caractéristiques intrinsèques à la firme ainsi que des conditions de marché sur lequel elle agit.

³ Chandler (1977) - Lewellen (1971) - Majd et Myers (1987) - Stulz (1990) - Weston (1970) - Williamson (1986).

⁴ Berger et ofek (1995a) - Harris, Kriebel, Raviv (1982) - Jensen (1986) - Shin et Stulz (1995) - Stulz (1990) - Servaes (1996)

I.2.1 Les avantages liés à la diversification

Création d'un marché interne des capitaux plus performant que le marché externe

Selon Williamson (1975) qui généralise les travaux de Chandler (1972), la diversification permet à la firme de créer son propre marché de capitaux afin de remédier aux imperfections du marché externe. Ainsi la structure des conglomérats à structure multi-divisionnelles ("the M- Form") permet de créer un marché interne de capitaux ce qui permet à la maison mère d'allouer de manière optimale les ressources d'investissement entre les divisions. Cette technique d'allocation apparaît plus efficiente que celui du marché externe. La firme diversifiée limite ainsi les problèmes d'asymétrie d'information liés au marché externe (Myers et Majluf - 1984) et permet une meilleure allocation des ressources (Weston - 1970).

L'information est plus facilement disponible à l'ensemble des investisseurs (actionnaires et créanciers). Les coûts d'agence (principalement les coûts de surveillance) y sont moins élevés ; montrent que la somme des coûts d'agence au sein d'une firme diversifiée est plus faible que la somme des coûts de chaque entité individuelle. Le pouvoir de contrôle des investisseurs est alors renforcé et oblige les dirigeants à une politique d'investissement optimisée. La tendance à une politique de sous-investissement d'une firme endettée décrit par Myers (1977) est alors minimisée ; les managers ont en effet plus de difficultés à refuser des projets d'investissement à valeur actuelle nette positive (Stulz – 1990).

Ces mesures incitatives de contrôle facilitent un redéploiement des ressources au sein de la firme diversifiée. Le modèle de Stein (1996) présente la diversification comme un moyen d'augmenter l'efficacité des firmes qui manquent de liquidité par une réallocation des ressources plus efficace entre chaque division du groupe. Ainsi, les divisions ayant des problèmes de liquidité ont la possibilité de faire appel aux ressources du groupe pour financer leur croissance et par conséquent les projets à valeur actuelle nette positive. Ces mêmes projets n'auraient pu être financés de manière aussi efficace par le marché externe des capitaux (Fluck et Lynch - 1996).

Enfin, la diversification implique une meilleure efficacité opérationnelle et manageriale. Chandler (1977) affirme que le niveau de performance du management est plus élevé dans les firmes de type « multidivisionnal » que dans les firmes indépendantes. Les compétences managériales doivent en effet croître avec l'augmentation du nombre des différentes activités de la firme. Teece (1980) précise que des économies d'échelle notamment sur le plan organisationnel sont réalisées grâce à ce type de stratégie. Les filiales des firmes de type « multidivisionnal » ont plus la possibilité de gérer de manière autonome leur activité que dans une structure plus classique de type « U-Form ».

Effet de co-assurance et niveau d'endettement

La diversification non liée limite la variabilité des gains du groupe ou du conglomérat, et, permet d'accéder à un haut niveau d'endettement et par conséquent à une base d'imposition plus faible (Lewellen - 1971). L'effet de co-assurance que lui assurent les activités non corrélées permet de réduire le risque spécifique et de faire appel plus facilement à un financement externe. En outre si la situation financière de la firme se trouve dans un état critique, elle a toujours la possibilité de se désinvestir d'actifs non stratégiques (désinvestissement partiel ou global) afin de faire face à ses engagements (Shleifer et Vishny - 1992). Ainsi le niveau d'endettement est selon Lewellen (1971) , et Majer et Myers (1988) plus élevé pour une firme diversifiée que pour une firme non diversifiée de taille similaire. Ceci implique que le champ d'imposition est moins large pour la firme diversifiée que pour celle non diversifiée. Par conséquent, la diversification permet de faire baisser le niveau d'imposition de la firme diversifiée par rapport à celle qui ne l'est pas.

1.2.2 Les inconvénients liés à la diversification

Coûts manageriaux et coûts informationnels

La diversification, si elle apporte certains avantages comporte nécessairement des coûts liés à son existence. Les coûts décrits initialement par Penrose (1959) sont relatifs à la performance managériale. En effet, plus la firme se diversifie, plus le niveau de connaissance et de performance des "top-dirigeants" doit croître. Les coûts sont ici associés à une politique à long terme de recrutement, de formation des nouveaux managers des divisions créées ou acquises. Williamson (1967) se concentre sur les coûts relatifs au processus d'information existant au sein de la firme diversifiée. La qualité de circulation de l'information dépend de l'importance de la structure hiérarchique. Plus cette hiérarchie s'agrandit, plus le circuit informationnel s'allonge et plus la qualité de l'information est diminuée. L'information peut être diluée, déformée voire perdue. Cette inefficience informationnelle comporte des coûts qui augmentent en fonction de la croissance diversifiée de la firme.

D'autres auteurs tels que Sutherland (1980) renforcent cette idée de « contrôle manageriale limité » par des coûts croissants de coordination et de contrôle relatif au processus de transformation de l'input à l'output. Les coûts relatifs à la diversification proviennent également, selon Ravenscraft et Scherrer (1987a), du manque d'efficacité des interventions des managers détachés dans une division précise : interventions dont le contenu est considéré le plus souvent par les auteurs comme globalisant et inapproprié à la situation de gestion spécifique à une division. Ce manque d'adaptabilité des managers est appelé par Prahalad et Bettis (1986) de « X inefficience » créé par ces mêmes managers qui continuent d'appliquer des procédés de gestion des anciennes entités aux nouvelles entités, même si celles-ci possèdent des caractéristiques intrinsèques différentes.

Mauvaise utilisation du marché interne des capitaux

Le marché interne ne sanctionne pas aussi rapidement que le marché externe une mauvaise utilisation des ressources de la firme diversifiée. En effet, les firmes diversifiées ont la possibilité de concentrer des ressources importantes à des activités à faibles opportunités d'investissement, qui ne survivraient de toute manière pas seules (Stulz 1990). Stein (1997) précise que le marché interne ne permet pas un contrôle efficace des décisions d'investissement des « top-managers ». Ceux-ci peuvent être alors tentés d'allouer des fonds à des projets qui n'ont pas une espérance de rentabilité très élevée. Enfin, ces dernières années le marché externe, de part sa plus grande liquidité et son internationalisation, surpasse les avantages du marché interne reconnus au début des années 60 (Berger et Ofek – 1998).

Coûts d'agence

Les coûts de coordination et de déséconomie d'échelle intrinsèque augmentent lors de l'expansion de la structure hiérarchique de la firme (Keren & Levhari - 1983). En effet, les coûts dus à l'asymétrie de l'information existant entre le management central et les managements divisionnels sont plus élevés dans les conglomérats que dans les firmes concentrées. Les managers sont plus tentés d'investir dans des projets à valeur actuelle nette négative dans le but unique de montrer leur implication personnelle dans la gestion de la firme (Myerson- 1982 ; Harris, Kriebel et Raviv- 1982 ; Jensen- 1986). Amihud et Lev (1981) précisent que l'imperfection du marché au niveau informationnel permet aux managers de mettre en place une stratégie de diversification dans le seul but de protéger la valeur de leur capital humain. Les managers seront alors prêts à investir dans des projets qui pourront avoir une valeur actuelle nette positive pour eux mais négative pour la firme. Ils protègent ainsi la valeur de leur capital humain en limitant les risques dus à la variabilité des gains de la firme et ce parfois au détriment des actionnaires⁵.

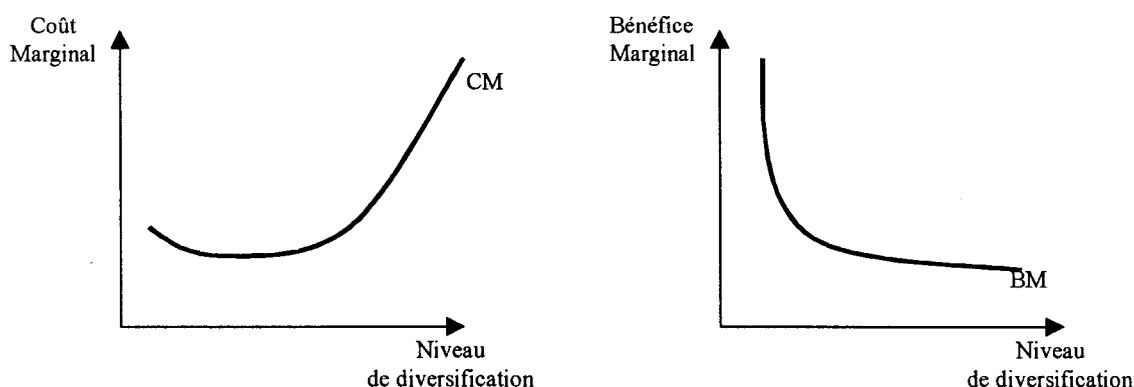
⁵ En effet , les actionnaires ont la possibilité de réduire les risques de rentabilité de la firme en investissement dans d'autres firmes. A contrario les managers n'ont aucune possibilité de ce type pour limiter le risque lié à leur capital humain. La seule possibilité pour eux est de mettre en place une stratégie de diversification qui permet de limiter la variabilité des gains de la firme qu'ils dirigent.

Ces auteurs trouvent que les conglomérats réalisent beaucoup plus d'opérations de fusions et acquisitions non corrélées lorsque l'actionnariat est dispersé et ne permet pas une surveillance efficace des décisions de gestion des managers. May (1995) poursuit les travaux de Amihud et Lev (1981) en mettant en valeur le fait que plus les managers du comité de direction possèdent d'actions de la firme, plus ils réduiront les programmes d'investissement non corrélés et privilégieront les acquisitions de même technologie que l'activité principale. La présentation ci-dessus des coûts et avantages potentiels liés à la diversification nous amène à présenter dans la partie suivante le concept de diversification optimale de la firme où les coûts égaliseraient les bénéfices marginaux.

1.2.3 Vers une limite de diversification

Hoskisson and Hitt (1990) mettent en évidence dans leur synthèse de la littérature que « *la recherche et la théorie ... suggèrent une relation curviligne entre la performance et la diversification* ». Ces propos incitent à penser que la firme ne peut croître indéfiniment (Prahalad et Bettis – 1986, Williamson – 1967) et lorsqu'elle dépasse un certain seuil de diversification, ces actifs perdent de leur efficacité et de leur rentabilité (Montgomery and Wernerfelt – 1988). L'hypothèse de l'existence d'une relation curviligne entre diversification et performance est reprise par Markides (1996). L'auteur représente de façon simplifiée les coûts et les bénéfices marginaux liés à une stratégie de diversification par une relation curviligne (figure 2.9).

Figure 2.9 :
Lien entre le niveau de diversification et le bénéfice et le coût marginal

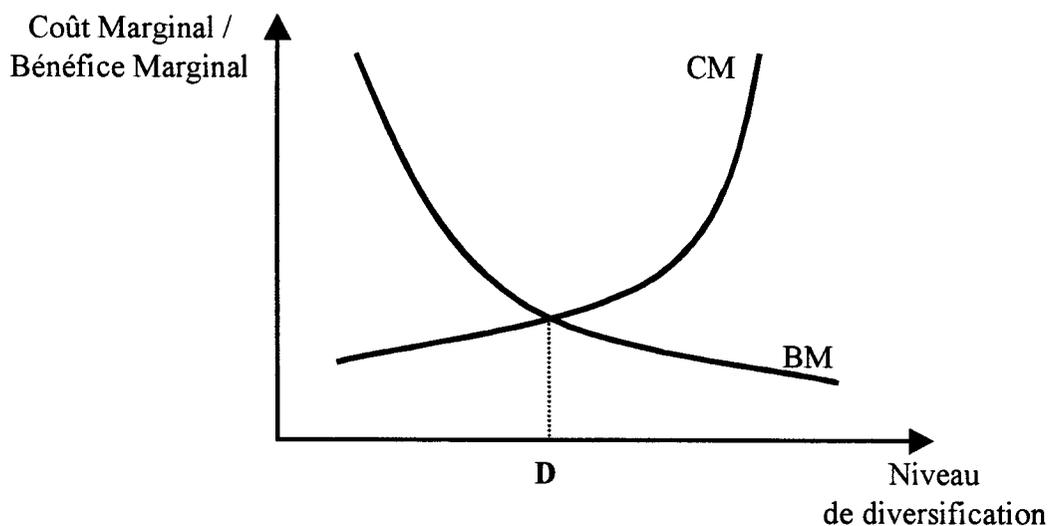


Source : Markides « Diversification, refocusing and economic performance » - 1996.

Cette relation curviligne entre le niveau de diversification et les avantages et coûts potentiels incite à penser qu'il existe un point optimal (D) de diversification. Ce niveau optimal de diversification est atteint par la firme lorsque les bénéfices marginaux de la diversification égalisent les coûts marginaux. En effet, si la firme est en dessous de ce point, la diversification crée de la valeur pour la firme. Les bénéfices potentiels sont alors supérieurs aux coûts de diversification. Si la firme dépasse le point optimal de diversification (D), les inconvénients liés à la diversification deviennent plus nombreux que les avantages potentiels et les coûts sont alors supérieurs aux bénéfices. A ce stade la firme perd de la valeur.

Selon Markides (1996) chaque firme possède son propre niveau optimal de diversification. Ce niveau dépend de multiples facteurs : les ressources de la firme, son environnement externe, le type de diversification mise en place (reliée ou non reliée), et enfin la compétence et l'expérience de l'équipe dirigeante pour mettre en place une telle stratégie. Ces multiples variables nous amènent à considérer la diversification optimale comme un concept théorique difficilement quantifiable et mesurable. La figure 2.10 en est une représentation simplifiée.

Figure 2.10 : Coût et bénéfice marginaux/Niveau de diversification



Adapté de Markides « *Diversification, refocusing and economic performance* » - 1996.

L'existence d'une relation curviligne entre diversification et performance peut expliquer la contradiction de certains travaux antérieurs dans la littérature. En effet, des études réalisées par Miller (1969), Carter (1977), et Rhoades (1973) trouvent une corrélation positive entre ces deux variables : plus la firme se diversifie, plus sa performance augmente. Au contraire, d'autres travaux réalisés notamment par Arnould (1969), Berry (1974) et Markham (1973) ne confirment pas une telle hypothèse et ne trouvent aucune corrélation positive entre la stratégie de diversification et la performance de la firme.

Le concept de diversification optimale proposé par Montgomery et Wernerfelt (1988, p631) puis repris par Markides (1996) permet d'appréhender ces résultats contradictoires. Montgomery et Wernerfelt (1988) prédisent que les firmes s'arrêteront de se diversifier lorsqu'elles atteignent le point optimal D : « *We envision a firm ... as having a queue of potential diversification opportunities. We argue that a firm, in electing to diversify, will begin with the most profitable opportunities and move toward the least profitable ones. Our expectation is that this process will end when marginal rents become subnormal* ». Par conséquent, selon les auteurs, toute firme arrête sa stratégie de diversification lorsqu'elle atteint le point D, puisque au-delà de ce point aucun profit ne peut être réalisé.

Cependant d'autres auteurs n'ont pas le même point de vue. En effet, Markides (1996) explique que certaines firmes peuvent se retrouver dans un état de sur-diversification (au delà du point D) en pratiquant une politique de surinvestissement pendant leur stratégie de diversification. Cet état de sur-diversification ferait alors perdre de la valeur à la firme. Cette perte de valeur pousserait les dirigeants à mettre en place une stratégie inverse qu'est la dé-diversification ou plus exactement le recentrage des activités autour d'un même métier (Denis, Denis et Sarin - 1997)⁶. Ceci nous amène à nous interroger sur les raisons d'une sur-diversification qui fait perdre de la valeur à la firme et qui poussent les dirigeants à mettre en place une stratégie de recentrage.

- Section 2 - Les motifs de la sur-diversification

2.1. La politique de surinvestissement en phase de diversification

La sur-diversification de la firme amène à une perte de valeur pour celle-ci. Cet excès de diversification a pour origine plusieurs facteurs explicatifs. Le premier facteur qui pousse les entreprises à dépasser le point D de diversification optimale est lié aux problèmes de relation d'agence existant entre les actionnaires et les dirigeants (2.1.1). Le deuxième facteur découle d'un manque d'efficacité du marché des actions (2.1.2). Enfin le dernier facteur explicatif repose sur l'hypothèse comportementale d'Hubris (2.1.3).

2.1.1 Les problèmes de relation d'agence

Selon la théorie de l'agence (Jensen et Meckling – 1976), il existe une opposition naturelle entre les objectifs personnels des différents acteurs de la vie de l'entreprise : dirigeants, actionnaires et créanciers. Nous nous intéressons dans le cas présent à la relation de mandat qui lie l'actionnaire au dirigeant : ainsi l'actionnaire (le mandant) demande au dirigeant (le mandataire) de gérer l'entreprise au mieux de leurs intérêts, moyennant le versement d'une rémunération. Chaque contrepartie poursuit un objectif de maximisation de sa propre fonction d'utilité, qui s'oppose naturellement. L'actionnaire a pour objectif de maximiser la richesse de la firme c'est à dire la valeur de ses actions tandis que le dirigeant privilégie surtout la croissance de la firme (par la taille). Or si le système de surveillance mis en place par l'actionnaire est défaillant, le dirigeant peut être tenté de prendre des décisions⁷ qui vont à l'encontre des intérêts des actionnaires. La politique de surinvestissement en est un parfait exemple (Hoskisson et Turk - 1990). En effet, le dirigeant peut décider d'investir dans des projets à Valeur Actuelle Nette Négative dans le seul but d'accroître la taille de l'entreprise afin de diminuer le risque lié à sa position : plus la firme s'agrandit, plus il montre son implication et son utilité dans la gestion de celle-ci et plus il réduit le risque d'un

⁶ A contrario, ces mêmes auteurs démontrent que les firmes diversifiées qui continuent à créer de la valeur ne sont pas enclin à entamer une stratégie de diversification (Denis, Denis et Sarin -97).

⁷ dans le but de maximiser sa propre fonction d'utilité

licenciement et peut demander de surcroît une augmentation de ses rémunérations (pécuniaires et non pécuniaires)⁸. Cette situation ne s'explique que par une défaillance du système de contrôle mis en place soit par les actionnaires soit par le marché externe en général.

Friend et Husic (1973) prédisent que le comportement de sur-investissement est largement plus important dans les firmes en phase de maturité disposant d'un large « free cash-flows⁹ » et ne faisant pas appel aux capitaux extérieurs pour financer leurs projets d'investissement. Selon les auteurs, lorsque le contrôle ne provient pas du marché externe des capitaux, les dirigeants ont plus tendance à allouer des fonds à des projets d'investissement à faible création de valeur voire même à destruction de valeur. De nombreuses recherches se sont développées autour de cette théorie en comparant le taux de rentabilité des projets d'investissement financés soit par des « free cash-flows » soit par des capitaux extérieurs.

Ainsi Baumol, Hein, Makiel et Quandt (1970) proposent trois sources de financement pour investir : l'émission de nouvelles dettes, l'émission de nouvelles actions et enfin l'utilisation des ressources internes à l'entreprise. Ils trouvent que le taux de rentabilité de l'investissement dû aux nouvelles actions est plus élevé (de 14,5% à 20,8%) que les taux de rentabilité de l'investissement dû aux nouvelles dettes (14%) et aux ressources internes (3 à 4,6%). De plus, le taux de rentabilité de l'investissement financé par les ressources internes est plus faible que l'espérance de gain si les actionnaires avaient investi le même montant de ressources directement sur le marché (Fisher et Corie – 1974). Simultanément Grabowski et Mueller (1975) établissent que le taux de rentabilité des investissements des firmes en phase de croissance (13,7% à 26,3%) est supérieur à celui des firmes en phase de maturité (9,2% à 12,5%), ces dernières ayant un taux de rentabilité des investissements inférieur à la rentabilité du marché des actions à la même période.

⁸ Murphy 85-86

⁹ « Les Free Cash-Flows se définissent comme le montant des flux disponibles après que toutes les opportunités d'investissement à valeur actuelle nette positive ont été saisies » Isabelle Hachette – Opérations financières et transfert de richesse – 1994 – P.U.F – p33.

Plus récemment, Lang, Stulz et Walkling (1991) montrent que l'augmentation de 1% du Free Cash-Flows d'une firme avec un Q de Tobin¹⁰ inférieur à 1, est associée à une baisse de rentabilité des actions de la firme égal à 1% lorsque celle-ci annonce le rachat d'une firme concurrente. Selon les auteurs les firmes avec un « Q » faible ne sont pas capables d'utiliser leurs fonds internes de manière productive en saisissant des projets d'investissement à V.A.N positive. Les dirigeants, disposant de free cash-flows, préféreront ainsi investir dans des projets à V.A.N négative plutôt que de rembourser le cash-flows excédentaire aux actionnaires. Toute annonce d'un projet d'investissement effectué par une firme avec Q inférieur à 1 et possédant des « free cash-flows » voit le marché réagir de manière significativement négative.

2.1.2 Le manque d'efficacité du marché des actions

Deux périodes peuvent être mises en évidence concernant l'évaluation par le marché des stratégies de croissance externe des firmes. La première période représente le début de la vague de croissance des stratégies de diversification. Le marché réagit alors positivement à l'annonce de telles stratégies, ce qui incite les entreprises à continuer dans cette voie. Une rentabilité anormale positive des actions au moment de l'annonce d'une opération de diversification non reliée est relevée par de nombreux auteurs. Ainsi, la diversification a été la stratégie dominante de la plupart des grandes entreprises des pays industrialisés à partir des années 50. Aux Etats-Unis, le nombre de firmes à activité unique passe de 22,8% en 1959 à seulement 14,8% en 1969. Dans le même laps de temps, le pourcentage des conglomérats passe de 7,3% à 18,7% (Rumelt – 1974)¹¹.

¹⁰ Le Q de Tobin est égal au ratio suivant : valeur de marché des actifs de la firme sur le coût total des actifs de remplacement. Selon les auteurs les firmes avec un « Q » inférieur à 1 ne peuvent saisir des projets d'investissement à V.A.N positive. Seules les firmes avec un « Q » de Tobin élevé, c'est à dire supérieur à 1, sont capables de saisir des projets d'investissement à V.A.N positive.

¹¹ Cette étude a été réalisée sur les 500 plus grandes firmes américaines

En France, le processus de diversification s'est développé en fonction des circonstances économiques et a connu une première vague entre 1966 et 1972. Une deuxième vague marquée par une véritable explosion du marché des fusions et acquisitions eut lieu à partir des années quatre vingt. 1 251 opérations furent recensées en 1998, soit en valeur 836 857 milliards de francs constants¹².

Cependant de nombreuses études montrent que les acquisitions sont très souvent revendues quelques années plus tard. Ainsi Kaplan et Weibasch (1994) précisent que 44% des acquisitions réalisées entre 1971 et 1982 ont été cédées avant 1989. Dans les années 80, au fur et à mesure du développement de telles stratégies, le marché commence à réagir de manière moins significative voire même négative. En effet, à l'annonce d'une acquisition non corrélée, une rentabilité anormale négative des actions de la firme acheteuse est mise en évidence par plusieurs auteurs (Lang et Stulz – 1994 ; Berger et Ofek – 1995-1996 ; Comment et Jarrel – 1995). Notamment Berger et Ofek (1995) montrent que les firmes diversifiées ont en moyenne une valeur de marché inférieure de 13% à 18% que la somme cumulée des valeurs potentielles de marché des entités indépendantes. Ce constat a poussé un grand nombre de firmes diversifiées à opérer une scission¹³ de leurs activités non corrélées. Ce fut le cas pour des grandes firmes telles que ITT ou encore Marriott . En France, à cette date, une seule opération de scission d'une entreprise cotée a été réalisée : ce fut le cas pour le groupe Chargeurs qui se scinda en deux entreprises préexistantes : Pathé et Chargeurs International en 1996.

¹² Source : - *Magazine Fusions et Acquisitions*, «Le marché des fusions acquisitions en France : l'année 1998 » - janvier 1999, p44. Un tableau synthétique des opérations de fusion est présenté en annexe 4.

Selon Ravenscraft et Scherer (1987), Shleifer et Vishny (1990) et Kaplan et Weibach (1994), l'enthousiasme du marché à l'annonce des acquisitions diversifiées a été une erreur. Le marché a émis de mauvais signaux au commencement du développement de telles stratégies. Ce manque d'efficacité du marché est expliqué de plusieurs manières par la théorie. Premièrement, un manque d'efficience du marché, est mis en valeur, au commencement de la vague de fusions-acquisitions (au début des années 60). Le marché n'apparaît pas aussi sophistiqué à cette époque que quelques années plus tard. Cependant cet argument n'a pas fait l'objet de réflexion empirique plus poussée. Deuxièmement, une autre explication a été offerte par Jacoby (1969) selon laquelle les banquiers et investisseurs avertis ont profité de l'optimisme du public pendant les années de forte progression du marché des actions. Selon lui, lorsque le public a pris conscience qu'une diversification soutenue n'était pas toujours signe de croissance de la performance de la firme, le prix des actions de conglomérats s'effondre jusqu'à obtenir un P.E.R normal et non plus surévalué¹⁴.

Enfin une dernière explication sur la surévaluation des actions des conglomérats au début de leur existence est donnée par Morck, Shleifer et Vishny (1989). Selon eux, le marché n'était pas capable d'analyser de manière efficiente ce nouveau phénomène qu'était la diversification. A posteriori le marché a simplement ajusté son évaluation en fonction de la performance post-diversification réalisée par ces firmes ; très souvent de manière négative. Ceci peut expliquer que la richesse des actionnaires, lors de l'annonce d'une diversification non corrélée s'est vu substantiellement diminuée entre les décennies 1960-1970 et les décennies 1980-1990.

¹⁴ L'existence d'investisseurs initiés peut être expliquée par l'existence d'une bulle spéculative.

2.1.3 L'hypothèse comportementale d'« hubris »

La politique de surinvestissement pratiquée par les dirigeants lors d'une stratégie de diversification peut avoir comme origine une surestimation des capacités des dirigeants à manager un ensemble d'activités non similaires. L'hypothèse « d'hubris » ou « d'orgueil » offre une explication de type comportemental aux motivations des rachats (les fusions-acquisitions). Roll (1986), initiateur de cette hypothèse considère que les rachats sont les reflets de décisions individuelles (prises par les dirigeants uniquement) plutôt que collectives (par l'ensemble des actionnaires et des dirigeants). Ces décisions ne sont donc pas toujours rationnelles et efficaces. En effet, au cours de leur carrière, les managers ont parfois peu d'opportunités pour conclure un rachat d'entreprise. Lorsque celui-ci se présente, ils sont tentés de mettre tout en œuvre pour conclure le rachat, quitte à occulter certains inconvénients. Selon Roll (1986) l'évaluation de la « cible » se trouve parfois faussée. L'erreur la plus souvent effectuée est de surestimer les gains futurs potentiels liés au rachat de l'entreprise ; ce qui implique pour l'entreprise de surpayer la cible.

De même, Shleifer et Vishny (1990) prédisent que les dirigeants sont prêts à surpayer la cible qui leur apporte les plus hauts bénéfices personnels (c'est à dire qui leur permet d'augmenter la sécurité de leur emploi ou de diminuer le risque sur leur capital humain) : « *When an investment provides a manager with particular large personal benefits, he is willing to sacrifice the market value of the firm to pursue that investment* »

Enfin, un optimisme trop exacerbé sur les capacités de diversification de la firme lié à une faible connaissance des données du marché, amène le dirigeant à surinvestir et à dépasser la limite de diversification optimale de la firme. Markides (1996) stipule que la tendance récente au recentrage des firmes découle en partie de cette hypothèse. L'auteur note une certaine évolution au cours du temps du comportement des dirigeants face aux rachats : on pourrait ici parler de courbe d'expérience. En effet, la compétence du dirigeant à évaluer les cibles augmente avec son expérience de rachat. Les dirigeants ayant fait une « erreur » d'évaluation de la cible et/ou des performances espérées sont capables quelques années après de « réparer » leur erreur en mettant en place une stratégie de recentrage permettant de vendre l'acquisition non rentable.

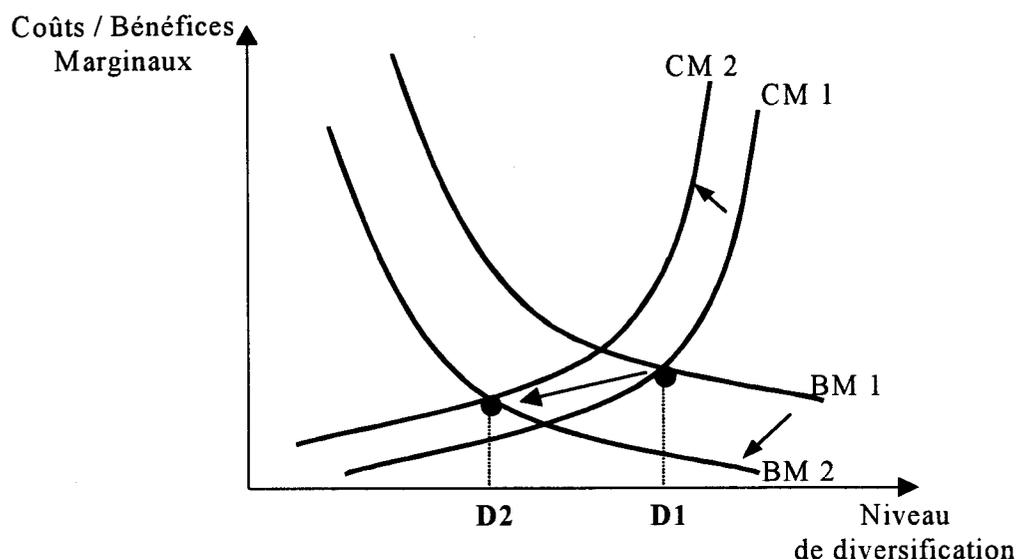
En conclusion la politique de sur-investissement mise en place par les dirigeants lors d'une stratégie de diversification est, comme nous l'avons présenté dans cette partie, un facteur explicatif à la mise en place d'une stratégie de dé-diversification dit de recentrage. Cependant ce seul facteur explicatif est insuffisant pour comprendre les raisons qui poussent la firme à se recentrer. D'autres facteurs principalement liés à l'évolution du marché économique et concurrentiel, interviennent dans le processus de recentrage. Ils sont traités dans la sous-section suivante.

2.2 : Un changement dans la détermination du niveau optimal de diversification

2.2.1 Baisse des bénéfices marginaux liés à la diversification

Markides (1996) affirme que le niveau optimal (point D) de diversification pour certaines firmes est devenu inférieur à ce qu'il était auparavant. Par conséquent des firmes se retrouvent en position de sur-diversification sans pour autant avoir opté pour une politique d'investissement à outrance. Cette baisse du niveau optimal de diversification est due à deux éléments majeurs intervenus lors de l'évolution des marchés financiers et économiques : la baisse des avantages potentiels liés à une stratégie de diversification d'une part, et l'augmentation des coûts potentiels liés à ce type de stratégie, d'autre part. Les propos de Markides (1996- p23) sont les suivants : « *We will argue that changes in the real and financial markets have reduced the optimal level of diversification for most firms. Thus even firms that were optimally diversified a few years ago are now in a state of disequilibrium. A reduction in the optimal level of diversification will occur either because the costs of diversification have increased or because the benefits of diversification have decreased. We argue that both of these events may have taken place over the past twenty years* ».

Par conséquent, une hausse des coûts combinée à une baisse des bénéfices marginaux ramènent le niveau de diversification optimal D1 à un niveau inférieur D2. Ainsi, toute chose égale par ailleurs, une firme se trouvant dans une position soit de sous-diversification ($< D1$) soit de diversification optimale ($=D1$) peut voir, indépendamment de ses prises de décisions stratégiques, sa position évoluée vers un état de sur-diversification. Cet état de sur-diversification apparaît dès lors que le nouveau niveau de diversification optimal est assimilé à D2. La figure 2.11 synthétise les propos ci-dessus :

Figure 2.11 : Coûts et bénéfices marginaux /niveau de diversification

Adapté de Markides « Diversification, refocusing and economic performance » - 1996.

Comme le souligne Batteau (1992, p373) : « ces dernières années, les marchés financiers réels ont joué un rôle grandissant dans le déroulement des actions stratégiques de toutes les entreprises ». En effet, les marchés sont devenus beaucoup plus efficaces qu'auparavant. Les entreprises informent de mieux en mieux leurs actionnaires et investisseurs potentiels sur la gestion financière et stratégique. De nouvelles techniques se mettent en place pour faciliter l'accès à l'information et fidéliser l'actionnariat : courriers personnels envoyés aux actionnaires, réductions et avantages sur les produits vendus de la firme, la création de sites internet, etc.....

Le niveau de compétence des professionnels financiers (banques, analystes financiers, sociétés de bourse) s'est développé, lui aussi, avec les années. Le marché est aujourd'hui capable de juger avec plus d'efficacité les stratégies déployées par les entreprises ainsi que leur niveau de performance et de rentabilité. L'augmentation de l'efficacité du marché externe diminue d'autant les avantages introduits par le marché interne des capitaux lors d'une stratégie de diversification. L'entreprise trouve de plus en plus d'avantages à faire appel à ce marché externe pour financer sa croissance. Les avantages liés au marché interne des capitaux lors d'une stratégie de diversification s'en trouvent diminués.

De plus Levy et Sarnat (1970) doutent sur les bénéfices de la diversification dus à la limitation du risque global de la firme et donc du risque de l'actionnaire. Cet avantage n'est plus aussi évident. En effet, ils mettent en avant le fait que l'investisseur peut diversifier son risque au travers la diversification de son portefeuille d'actions. L'évolution du marché concurrentiel (compétitivité entre les firmes) et de l'efficacité des marchés ont permis à l'investisseur d'organiser son portefeuille de titres (actions et/ou obligations) en fonction du niveau du couple risque/rentabilité souhaité. Le traditionnel avantage d'optimisation des risques du à une stratégie de diversification se trouve par la même amoindri. Enfin une étude plus récente de confirme cette baisse globale et graduelle des bénéfices générés par la diversification. Cette baisse est selon les auteurs générée par un manque d'efficacité du marché interne des capitaux.

2.2.2 Augmentation des coûts marginaux liés à la diversification

La baisse des avantages potentiels liée à la diversification est aussi accompagnée par une hausse des coûts potentiels de diversification. Mueller (1987 - p29) avance l'idée que cette augmentation des coûts marginaux de diversification est le résultat d'une plus grande volatilité et incertitude de l'environnement économique : « *In a rapidly changing environment, or in areas in which change is inherent in the task, as in the introduction of innovation, the relevant information to be gathered and the criteria for monitoring performance are so varied information and control loss problems must loom large* ». En effet les coûts marginaux de diversification décrits précédemment (coûts informationnels et managériaux, coûts d'agence, et enfin les coûts dus à une mauvaise utilisation du marché interne) se trouvent amplifiés par l'incertitude liée aux marchés.

Les propos de Markides (1996) confirme cette hypothèse « *Since the external environment has now become more uncertain and complex (because of technological, economic, social, and political changes), these costs must have gone up* ». Hill et Hoskisson (1987 - p339-40) renchérissent sur le fait que non seulement l'incertitude du

Cependant certains auteurs mettent en valeur le fait que des firmes, de type A, entament volontairement une stratégie de recentrage. En effet, bien qu'elles aient réussi leur diversification, certaines firmes se recentrent en désinvestissant les activités périphériques et/ou en achetant des activités dites stratégiques. Les travaux de Lichtenberg (1991), et de Liebeskind et Opler (1995) vont dans ce sens, et analysent les différents motifs qui peuvent pousser les firmes ayant réussi une stratégie de diversification à faire marche arrière par une stratégie de recentrage. Selon les auteurs, trois facteurs externes à la firme ont influencé la croissance des stratégies de recentrage : la relâche des lois antitrust et les changements du marché concurrentiel mondial (Liebeskind et Opler – 1995), et enfin l'intensité du contrôle du marché des actions (Lichtenberg – 1991).

Premièrement la relâche des lois antitrust aux Etats-Unis durant les années 80 a permis à de nombreux groupes d'opter pour une nouvelle option stratégique, la croissance horizontale. Pour financer l'acquisition d'activités liées, certaines firmes diversifiées ont mises en place une politique de désinvestissement d'activités non stratégiques ou non rentables (voire les deux simultanément). En Europe, on assiste aussi depuis quelques temps à un relâchement des lois antitrust. De nombreuses concentrations (par des fusions et acquisitions) voient le jour sous l'autorisation du parlement européen. La fusion d'Axa et de l'U.A.P (1997), de Paribas et de la Société Générale (1999) dans le secteur bancaire, ainsi que le rapprochement de BP et Amoco (1998) dans le secteur pétrolier en sont de parfaits exemples.

Deuxièmement, l'évolution du marché concurrentiel international entre 1970 et 1980 a obligé certaines firmes à se recentrer sur leurs actifs stratégiques afin de mieux faire face à l'augmentation de la concurrence. En effet, les firmes ont du concentrer leurs ressources financières et humaines sur des activités ciblées dans le but de maintenir leurs avantages concurrentiels (Singh and Chang – 1992). Il est important de noter que tous les secteurs d'industrie non pas été touchés par la même intensité concurrentielle. Le secteur de l'automobile, secteur déjà fortement concentré, a par exemple été faiblement touché par le développement de la concurrence mondiale, et ceci malgré l'émergence d'une concurrence asiatique certaine (Taïwan, Corée). Cependant d'autres secteurs, moins concentrés à l'origine, tel que le textile, ont subi de plein fouet la concurrence des pays du tiers-monde.

Selon Liebeskind et Opler (1995), l'augmentation des importations d'un pays affecte les stratégies des firmes, et pousse les firmes à se recentrer sur leurs activités stratégiques. Ils émettent l'hypothèse que la croissance des importations aux Etats-Unis durant les années 70 fut un facteur déterminant du recentrage des entreprises américaines dans les années 80.

Enfin, selon Lichtenberg (1991), le troisième facteur explicatif du déclin de la diversification est dû à l'intensité du contrôle du marché des actions. En effet, l'auteur note que la croissance de la diversification, depuis le milieu des années 80, baisse significativement : le nombre moyen de secteurs d'activités dans lesquels la firme opère décline de 14% et le pourcentage de firmes à secteur d'activités unique augmente quant à lui de 54% aux Etats-Unis. Les firmes diversifiées qui continuent d'exister au début des années 90 sont des firmes qui ont abaissé leur niveau de diversification. L'intensification de la concurrence et du rachat d'entreprises ont joué un grand rôle dans la progression des stratégies de recentrage. Lichtenberg (1991) note que la productivité totale des facteurs de production est inversement corrélée au degré de diversification. Plus le nombre de secteurs d'activités dans lesquels la maison mère opère est grand, plus la productivité des usines est faible. Par conséquent, la firme qui se diversifie à outrance risque de voir sa productivité totale ainsi que sa performance globale diminuer. Elle se met alors en situation de faiblesse par rapport à ses concurrents ou autres investisseurs, qui seront tentés de mettre en place une stratégie de rachat. Cette étude est confirmée par les travaux de Comment et Jarrel (1995) qui démontrent que les firmes qui se sont recentrées ou les firmes à activité unique sont moins l'objet de rachat hostile que les firmes diversifiées.

Conclusion du chapitre 2

Ce chapitre 2 a permis de cerner les différents liens existant entre la diversification, le recentrage et la performance de la firme. Il existerait ainsi un niveau optimal de diversification qui permettrait d'optimiser la valeur de la firme. En dessous de ce niveau optimal, la firme serait en sous-diversification et perdrait de la valeur ; de même au-dessus de ce niveau la firme serait en situation de sur-diversification et perdrait aussi de la valeur.

Cependant, la « sur-diversification » n'apparaît pas comme la seule explication potentielle d'une décision de recentrage des activités d'un groupe autour de son métier de base. D'autres explications provenant du marché concurrentiel (accroissement de la concurrence) et des contraintes des marchés financiers poussent aussi des groupes en phase de création de valeur vers le recentrage financier. Ces dernières études restent encore peu nombreuses et exploratoires.

Après avoir cerné ces différentes études théoriques, le chapitre suivant présente les travaux de recherche réalisés sur le thème du recentrage et de la création de valeur.

CHAPITRE 3

LES CONSEQUENCES DU RECENTRAGE SUR LA PERFORMANCE DE LA FIRME

- Etudes empiriques -

Le marché devrait réagir positivement à l'annonce d'une opération de recentrage. En effet, le recentrage consiste :

- à éliminer les actifs qui n'appartiennent pas au métier principal de l'entreprise et qui n'entretiennent aucune ou peu de synergie avec les activités existantes (Linn et Rozeff (1989), John et Ofek (1995)),
- et parfois, à acquérir simultanément des actifs directement liés au métier de base de l'entreprise.

En conséquence, il ne peut en résulter qu'une amélioration de l'efficacité de l'entreprise. Les études réalisées au moment de la date d'annonce de telles opérations utilisent la méthodologie des études d'événement afin de déterminer une rentabilité anormale de l'action au moment de l'annonce. Les études post-recentrage évaluent quant à elles l'impact de telles opérations sur la création de valeur ultérieure. Les données utilisées sont ici essentiellement comptables et financières.

La section 1 présente les différentes méthodologies utilisées lors des études événementielles et des études post-événementielles. La section 2 est consacrée à la présentation des différentes études empiriques réalisées dans ce domaine, nous permettant d'établir une typologie non exhaustive des entreprises en phase de recentrage.

Section 1 - La méthodologie des études de recentrage sur la performance de la firme « recentrée »

L'étude de la performance de la firme en phase de recentrage est un champ de recherche extrêmement vaste car il regroupe plusieurs disciplines. Il concerne en effet aussi bien la stratégie que la finance ou encore la théorie des organisations. L'association de la performance et du recentrage, permettant de relier la finance et la stratégie, impose également de délimiter le concept de performance.

Compte tenu de notre thème de recherche, nous choisissons de nous limiter à l'approche financière de la performance¹. Les différents aspects de la mesure financière de la performance sont détaillés dans les sous-sections suivantes. Dans un premier temps nous détaillons la mesure boursière liée aux études d'événements concernant les opérations de recentrage. Dans un deuxième temps, nous présentons les différentes mesures comptables permettant de calculer la performance de la firme après la réalisation effective de la stratégie de recentrage.

1.1. La méthodologie des études d'événement sur le recentrage

La mesure boursière de la performance est à l'origine des calculs statistiques au sein des études d'événement. Elle autorise l'évaluation par le marché financier des décisions stratégiques de la firme comme nous le verrons dans un premier point. Nous présenterons ensuite dans un second point, les différents modèles utilisés dans les études d'événement liées à la stratégie de recentrage.

¹ Nous ne comptons pas détailler dans notre recherche l'approche stratégique de la performance. Cette approche se fonde sur l'hypothèse de marchés imparfaits au sein desquels les variables stratégiques (contrôlées par les managers) ont un effet prédominant sur la performance de la firme (Hoskisson et Hitt – 1990).

1.1.1 La mesure boursière

Dans un marché efficient, le prix des actions reflète toute l'information disponible aux investisseurs. Par conséquent, tout événement lié directement ou indirectement au titre peut affecter l'évolution des cours c'est à dire le risque et le retour du titre de la firme concernée. Selon Jacquillat et Solnik (1989) dans un marché efficient, à tout instant, le cours du titre serait une bonne estimation de la valeur réelle de la firme.

Les études d'événements permettent de se représenter l'évaluation faite par le marché financier des décisions prises par la firme. Cette évaluation du marché peut être positive, neutre ou négative. Dans le but d'isoler l'effet d'une annonce particulière à la firme (comme un désinvestissement ou un investissement dans un but de concentration d'activité), la rentabilité actuelle de son action doit être ajustée à sa rentabilité attendue. La rentabilité *observée* au moment de l'annonce soustraite à la rentabilité *attendue* est appelée rentabilité *anormale*. En d'autres termes, il s'agit d'évaluer l'impact d'un événement sur le titre d'une firme en estimant la rentabilité *normale* ou *attendue* de l'action, en l'absence de cet événement (Fama, Fisher, Jensen et Roll – 1969).

Dans la mesure où les marchés sont efficients² l'évaluation de l'information par le marché est, par définition, rationnelle et non biaisée (Fama – 1970 et 1976) ; l'évolution du cours d'une action représente alors les anticipations faites par les investisseurs sur les cash-flows futurs (attendus) de la firme. La mesure de la rentabilité anormale calculée à partir du cours d'une action a de nombreux avantages (Lubatkin et Shrieves – 1986) : le cours d'une action représente la seule mesure directe de la richesse de l'actionnaire, il reflète toute l'information pertinente concernant la performance globale de la firme, et enfin le cours est reporté de manière objective.

² L'efficience des marchés financiers est un thème de recherche qui fait l'objet de nombreuses controverses. Une majorité des études empiriques réalisées sur ce thème montre que le marché réagit uniquement à l'information qui est publiquement disponible (Fama-70). Cependant, les théoriciens s'accordent à admettre que le marché financier est « raisonnablement » efficient. Selon Copeland et Weston (1979-p243) « L'évidence suggère que les marchés financiers sont efficients dans leurs formes faibles et semi-fortes, ce qui signifie que le marché fonctionne «correctement et que le prix des actions est juste ».

1.1.2 Identification des paramètres

L'étude d'événement consiste, dans les stratégies de recentrage, à étudier l'évolution des cours à la date d'annonce d'une opération de recentrage. La méthodologie est ici comparable, à l'ensemble des études d'événement et se décompose en deux étapes : l'identification des paramètres (événement, date d'annonce, périodes d'estimation et d'événement), et le choix d'un modèle et d'un test.

L'événement

La première étape est l'identification de l'événement : l'annonce d'une opération de recentrage. Il faut alors définir de manière précise, l'opération de recentrage que l'on veut cibler. S'agit-il d'une opération de désinvestissement ou d'investissement ? Parmi les opérations de désinvestissement sépare-t-on les ventes des scissions ? Les ventes sont-elles des ventes d'activités ou de filiales, partielles ou totales ?

Parmi les opérations d'investissement privilégie-t-on les acquisitions complètes ou partiels d'activités ou de filiales, les fusions ou les acquisitions, les joint-venture ... ?

Les études d'événements ont le plus souvent privilégié l'opération de recentrage par le biais soit, d'une **vente totale d'activités ou de filiales**, soit d'une **scission**. Lorsque le nombre de scissions est négligeable par rapport à l'ensemble de l'échantillon, les études cumulent les deux types de recentrage dans l'étude de l'évolution des cours boursiers au moment de l'annonce. Cependant, la plupart des études ne les dissocient pas et se concentrent sur un seul type de recentrage. Lorsque le type de recentrage à prendre en considération est déterminé, l'annonce d'une opération de recentrage est recensée comme telle selon deux critères :

- 1- Le terme de « recentrage » ou de « concentration » sur les activités principales de la firme doit être explicitement écrit dans l'annonce. Les annonces sont publiées dans les journaux ou revues spécialisés.
- 2- Les articles de presse doivent évaluer l'opération (investissement ou désinvestissement) comme une opération faisant partie d'une stratégie globale de recentrage sur les activités principales de la firme. De plus, les communiqués ou les rapports annuels des firmes doivent faire part des intentions stratégiques de recentrage de la firme.

La date d'annonce

La date d'annonce de l'opération de recentrage est le plus souvent déterminée par la première publication effectuée à ce sujet. Henderson (1990) souligne l'importance de ne pas prendre en compte des dates ultérieures. Les premières études d'événement sur les fusions réalisées par Mandelker (1974) prenaient comme date de référence la réalisation effective des opérations de fusions et concluaient par une absence d'impact sur les cours. En 1983, Asquith, Brunner et Mullins reprennent la même étude mais utilise la date d'annonce comme date de référence et trouvent alors des résultats positifs significatifs.

Le plus souvent, cette annonce se fait par voie de presse par les firmes qui participent à l'opération. La date de la première publication est alors retenue. Aux Etats-Unis, le Wall Street Journal fait référence pour déterminer la date d'annonce officielle³. En France, il existe plusieurs sources d'informations officielles telles que les journaux financiers (La Tribune, Les Echos, La Gazette) et les publications officielles (C.O.B).

De plus, afin d'éviter l'étude simultanée de différentes annonces, il est important de vérifier que l'annonce de l'opération de recentrage n'est pas accompagnée d'autres annonces, qui risqueraient de fausser les calculs de rentabilité anormale liés au recentrage. Ces annonces peuvent être de nature stratégiques, financières, organisationnelles ou encore juridiques. Markides (1996) préconise un délai de plus ou moins 5 jours autour de la date d'annonce du recentrage. Si pendant ce laps de temps, un événement dit « majeur » concernant la firme en phase de recentrage est annoncé, alors l'impact de l'opération de recentrage ne doit pas être pris en compte dans le calcul des rentabilités anormales.

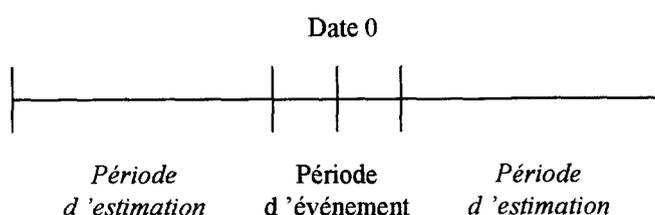
Enfin, l'incertitude des dates d'annonce peut entièrement fausser les tests statistiques réalisés par la suite. Brown et Warner (1980-1985) et Dyckman, Philbrick et Stephan (1984) montrent que, plus l'incertitude est grande, plus le pouvoir des tests diminue.

³ Néanmoins Glascock, Davidson et Henderson (87) montrent que le Wall Street Journal publie avec plusieurs jours de retard certains événements. Cependant les études américaines réalisées autour des opérations de recentrage restent fidèles à cette source d'information.

Les périodes d'estimation et d'événement

La méthodologie consiste à diviser la chronologie de l'événement en trois périodes. Nous pouvons la visualiser par le schéma 3.1 :

Figure 3.1 : Les périodes d'estimation et d'événement



Tiré de « Opérations financières et transfert de richesse » - Hachette –PUF 1994, p87.

Lorsque l'étude empirique comporte une multitude de dates d'annonce, celles-ci constituent la date 0. La période d'événement est alors centrée autour de la date 0. Elle peut varier selon les études sur le recentrage de $\{-2 ; 0 ; +2\}$ à $\{-5 ; 0 ; +5\}$.

La période d'estimation permet de calculer les paramètres du modèle choisi. Selon le thème de recherche et les auteurs une ou deux fenêtres d'estimation sont utilisées. Celles-ci sont situées avant ou après la fenêtre d'événement. En ce qui concerne les études sur la stratégie de recentrage, nous avons observé l'utilisation d'une seule période d'estimation, se trouvant avant la période d'événement. La durée de cette période varie selon les études. Nous avons relevé des périodes allant de 200 à 365 jours sur données quotidiennes⁴. Aucune donnée mensuelle n'est utilisée pour l'estimation des paramètres du modèle.

⁴ La période d'estimation et d'événement reste au libre choix du chercheur. Il est important de noter qu'une mauvaise estimation des différentes périodes sont à l'origine de nombreuses diversions sur les résultats d'études empiriques de même nature. Même si les auteurs sont explicites sur le choix des différentes périodes utilisées, il n'en reste pas moins que ce choix conditionne l'évaluation des différents paramètres du modèle choisi et par la même la réussite des calculs de rentabilité anormale.

1.1.3 Choix d'un modèle et d'un test

Après avoir défini avec précision l'événement et les périodes d'événement et d'estimation, la suite de la méthodologie se décompose en trois phases : le choix d'un modèle, le calcul des rentabilités anormales et le choix d'un test. Par souci de concision, nous présentons les modèles et les tests utilisés uniquement lors d'études d'événement liées à la stratégie de recentrage. Nous sommes conscients que cette description est loin d'être exhaustive et que les modèles et les tests présentés restent «classiques». Mais nous restons fidèles à notre fil conducteur qu'est le recentrage d'activités, et nous limitons de ce fait volontairement cette présentation, aux modèles utilisés au sein de notre courant de recherche⁵.

L'objectif de la méthodologie est de mesurer l'impact d'un événement à la date d'annonce sur la rentabilité d'un actif financier (ici une action) : la rentabilité réelle du titre à la date d'annonce est comparé à la rentabilité attendue selon une norme, laquelle est fonction du modèle choisi. L'écart de rentabilité se dénomme la rentabilité anormale et se définit comme :

$$RA_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

où

- R_{it} est la rentabilité anormale du titre i à la date t ;
- R_{it} est la rentabilité du titre i à la date t ;
- $E(R_{it})$ est la rentabilité attendue du titre i à la date t en l'absence d'événement (appelée la norme).

Ensuite la rentabilité anormale pour chaque titre à la date t est regroupée permettant de calculer la rentabilité anormale moyenne pour l'ensemble de l'échantillon (N).

⁵ Pour le lecteur qui souhaite avoir une analyse pointue des études d'événement (historique et méthodologie) nous lui proposons de se reporter à l'ouvrage de Campbel, Lo et MacKinlay « The Econometrics of Financial Markets » (1997 – Princeton University Press), Brown et Warner (1980 et 1985), Collins et Dent (1984), McDonald (1987) et Dyckman, Philbrick et Stephan (1984).

Une comparaison des différents modèles existants a été effectuée par Brown et Weinstein (1985), Langhor et Viallet (1986) et Malatesta (1986). Ces auteurs montrent que la plupart des modèles utilisés aboutissent aux mêmes résultats.

La rentabilité anormale moyenne (RAM) à la date t se calcul comme :

$$RAM_t = \frac{1}{N} \sum R\hat{A}_{it}$$

où N représente le nombre de titres dans l'échantillon.

On en déduit la rentabilité anormale cumulée qui est calculée à partir de la première date de l'intervalle d'événement. Celle-ci mesure l'impact de l'annonce d'un événement sur la rentabilité moyenne cumulée du titre pendant la fenêtre d'événement. Elle se calcule comme :

$$RAMC_t = \sum_{\tau=-t'}^t RAM_{\tau}$$

où $-t'$ représente la première date de l'intervalle d'événement

t représente la dernière date de l'intervalle d'événement

Le calcul de la norme (ER_{it}) au moment de l'annonce des opérations de recentrage s'effectue essentiellement selon trois modèles classiques qui sont l'indice de marché, le modèle de marché et enfin le modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF). Nous présentons ces différents modèles ainsi que leurs limites respectives. Ces modèles reposent sur l'hypothèse centrale de normalité des séries de rentabilités anormales.

L'indice de marché

La rentabilité anormale (AR) du titre i à la date t s'écrit :

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

où R_{mt} est la rentabilité de l'indice de marché et R_{it} est la rentabilité du titre i à la date t

L'indice de marché est choisi en fonction des titres de l'échantillon. Il peut s'agir lors de l'étude d'événement sur le marché français du CAC 40, du SBF 120, du SBF 250, ou encore d'un indice sectoriel.

La limite de ce modèle est qu'il sous-entend un alpha (α) nul et un beta (β) égal à 1 pour l'ensemble des firmes de l'échantillon. Des erreurs surviennent alors dans le calcul de la rentabilité anormale des titres et, par conséquent dans la rentabilité anormale moyenne de l'échantillon. Plus le beta moyen de l'échantillon est différent de 1, plus l'erreur est importante. De plus, ce type de modèle ne tient pas compte de l'effet taille. Différents modèles tel que celui de Dimson et Marsh (1986) qui propose de pondérer la rentabilité anormale des titres par leur capitalisation n'apporte pas de résultat concluant. Une autre solution serait alors de prendre comme norme l'indice pondéré par les capitalisations. Cependant, celui-ci donne plus de poids aux grandes firmes.

Le modèle de marché

Ce modèle fut présenté la première fois par Sharpe (1963) et repris ensuite par Fama, Fisher, Jensen et Roll (1969). Il se présente selon l'équation suivante :

$$R_{it} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt} + \epsilon_{it}$$

où $\hat{\alpha}_i = \bar{R}_i - \hat{\beta}_i \bar{R}_{mt}$ et $\hat{\beta}_i = \text{cov}(R_{it}, R_{mt}) / \text{var}(R_{mt})$

La covariance entre la rentabilité de l'indice et du titre est représentée par $\text{cov}(R_{it}, R_{mt})$. La variance de l'indice de marché est quant à elle représentée par $\text{var}(R_{mt})$.

Le calcul de la rentabilité anormale (RA) du titre i s'écrit :

$$RA_{it} = \epsilon_{it} = R_{it} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt})$$

Les limites de ce modèle sont multiples. Les résidus de ce modèle ont une espérance nulle et sont indépendants d'une période à l'autre. De plus, l'estimation des paramètres est réalisée hors période de l'événement ce qui suppose « *que l'ensemble des informations sur la période d'estimation est identique à celui de la fenêtre d'événement et donc, que les écarts de rentabilité sont uniquement dus à l'impact. Les facteurs qui affectent les variations du marché avant et pendant l'événement sont les mêmes, et agiront avec les mêmes intensités sur les fluctuations du titre. Cette condition est vérifiée, approximativement sur une période courte. Par contre, pour des fenêtres longues, le critère de stabilité est plus sensible* » (Hachette – Opérations financières et transfert de richesse – PUF – 1994, p92).

Le modèle d'équilibre des actifs financiers ou M.E.D.A.F

Le calcul des rentabilités anormales s'effectue par le modèle standard suivant (Sharpe, Treynor et Lintner-) :

$$RA_{it} = R_{it} - ((1 - \beta_i)R_{ft} + \beta_i R_{mt})$$

Enfin, la dernière étape consiste à tester la significativité des rentabilités anormales moyennes et moyennes cumulées. On définit alors l'hypothèse H_0 telle que la rentabilité moyenne n'est pas significativement différent de 0 :

$$H_0 : E(RAMt) = 0$$

L'hypothèse H_0 est testé contre l'hypothèse H_1 :

$$H_1 : E(RAMt) \neq 0$$

Les tests associés à ces hypothèses sont, soit des tests paramétriques, soit des tests non paramétriques. Les tests paramétriques sont principalement utilisés dans les études sur le recentrage, notamment le test de Student :

$$T_{2t} = \frac{RAM\hat{t}}{\hat{\sigma}_{RAMt}}$$

$$\text{où } \hat{\sigma}_{RAMt} = \sqrt{\frac{1}{L-1} \sum_{t=-t'-L}^{-t'-1} (RAM\hat{t} - \overline{RAM})^2} \text{ et } \overline{RAM} = \frac{1}{L} \sum_{t=-t'-L}^{-t'-1} RAM\hat{t}$$

Sous l'hypothèse de normalité des rentabilités anormales moyennes, T_{2t} suit une loi de Student à $N-1$ degrés de libertés.

1.2. Les études post-événement

1.2.1 Les mesures financières : indicateurs comptables et boursiers

Deux types d'indicateurs sont utilisés pour évaluer la performance financière de la firme : les indicateurs comptables et boursiers.

Les indicateurs comptables

Les ratios constituent la technique de base de la mesure comptable de la performance financière et de la création de richesse pour l'actionnaire. Ils sont le plus souvent tirés des comptes consolidés des firmes retraitées suivant les normes anglo-saxonnes. Ceci est vrai pour les études américaines mais, l'est aussi pour la plupart des études françaises. Les différents ratios ou indicateurs comptables qui permettent d'évaluer la performance des firmes avant et après un recentrage d'activité sont :

Tableau 3.1 : Indicateurs et ratios comptables

	<i>Indicateur / ratio comptable</i>	<i>Description</i>
1	Earnings Before Interest and Taxes and depreciation (EBITD)	Résultat avant impôt + charges financières – dotations aux provisions sur les fonds empruntés pour des projets à long terme ou pour des constructions (« interest capitalized »)
2	Net Income Available to Common	C'est le résultat utilisée par la firme pour le calcul du bénéfice par action : Résultat net d'impôts après dividendes préférentiels
3	Rentabilité des capitaux propres (ROE)	Résultat net revenant aux actionnaires Capitaux propres (n-1) revenant aux actionnaires ordinaires
4	Rentabilité sur actif (ROA) = EBITD/Total de l'Actif Net (n-1)	[Résultat courant net d'impôts et des dividendes préférentiels + (charges financières –« interest capitalized ») * (1-taux d'imposition)] Total de l'Actif Net (n-1)
5	Rentabilité sur Capital Investi (ROIC)	Numérateur du ROA Total du passif hors exploitation
6	Ratio d'Endettement	Valeur de marché des dettes à LT (Valeur de marché des dettes à LT + actions)

Les indicateurs boursiers et autres indicateurs

Trois indicateurs boursiers principaux sont utilisés lors des études post-recentrage.

Ces indicateurs sont :

Tableau 3.2 : Indicateurs et ratios boursiers

	<i>Indicateurs et ratios bousier</i>	<i>Description</i>
1	Price/Book ratio	Cours boursier Capitaux propres par action
2	Q de Tobin	Valeur de marché de la firme Coût du remplacement des actifs
3	Total Capital	Valeur de marché des actions + valeur comptable des dettes

D'autres indicateurs d'ordre social et organisationnel peuvent intervenir dans les études sur le recentrage d'activités. Ces indicateurs permettent d'établir une typologie des firmes opérant un recentrage d'activités. Par exemple, l'évolution du chiffre d'affaires (avant et après un recentrage) donne une indication sur la croissance de la force concurrentielle de l'entreprise au niveau du secteur choisi comme stratégique. L'évolution positive du nombre d'employés avant et après le recentrage, est un indicateur selon Liebeskind (1998), de la situation de croissance de l'entreprise. Enfin, Berger et Ofek (1998), mettent en évidence une évolution de la structure de gouvernement avant une politique de recentrage ; ce qui souligne selon les auteurs, une réduction des problèmes d'agence, permettant d'opter plus facilement pour un changement de stratégie tel que le recentrage.

Tableau 3.3 : Autres types d'indicateurs

	<i>Indicateur social et organisationnel</i>
1	Evolution du Nombre d'Employés
2	Changement au niveau de la Direction
3	Evolution du Taux de R&D sur les ventes totales
4	Taux d'importation du secteur d'activité concerné
5	Taux de croissance des ventes

I.2.2 La méthodologie des études post-événement

Traditionnellement, deux voies méthodologiques sont envisagées pour déterminer l'effet d'une stratégie sur la performance de l'entreprise. La première consiste à comparer un groupe d'entreprises étudiées avec un groupe dit « test » ou encore « de contrôle ». La deuxième voie méthodologique se consacre exclusivement à l'étude de la performance de l'entreprise avant et après la réalisation de l'action stratégique. Ces deux méthodes permettent d'isoler les changements de performance liés à la mise en place du nouvel axe stratégique. Certaines études privilégient l'une ou l'autre des méthodologies en fonction de certains critères liés à l'échantillon de base. En effet, plus l'échantillon de base est diversifié⁶, plus il est difficile de trouver un groupe de contrôle possédant des caractéristiques similaires. Le chercheur s'appuie alors plus facilement sur une étude empirique ante et post performance. Inversement, plus les caractéristiques de l'échantillon sont limitées, plus il est facile de le comparer à un échantillon « test » possédant les mêmes caractéristiques. Par exemple, lorsque la caractéristique principale de l'échantillon est unique (exemple l'étude des firmes publiques), le chercheur peut privilégier la première voie méthodologique en comparant les firmes publiques ayant entamé telle action stratégique par rapport à un échantillon de firmes publiques n'ayant pas entrepris ce type d'action.

Concernant les études sur la stratégie de recentrage, les deux voies méthodologiques sont utilisées en fonction des caractéristiques des échantillons étudiés et de la préférence subjective des chercheurs, pour l'une ou l'autre des deux méthodes. Nous présentons dans le paragraphe suivant le déroulement de chacune des méthodes envisagées. Quelque soit le choix de la méthode, la mesure du changement de la performance, suite à un changement de stratégie se formule de manière équivalente.

⁶ La diversification de l'échantillon peut se faire par des critères organisationnels, financiers ou manageriaux tels que le secteur d'activité, la taille de l'entreprise, le chiffre d'affaires, le niveau d'endettement, la structure actionnariale ...

Selon les études, les critères définissant la performance peuvent être différents. Ces critères se rapportant aux ratios et indicateurs, ont été présentés dans le paragraphe précédent (1.2.1). Il nous paraît intéressant de présenter un exemple de calcul de l'évolution post-performance de la firme. D'autres modèles auraient pu être présentés puisque chacun possède ses propres particularités en fonction des critères choisis pour la mesure de la performance. Cependant, nous choisissons de limiter cette présentation à un seul modèle, celui de Markides (1996) qui présente l'avantage d'utiliser de nombreux ratios pour le calcul de la performance globale de l'entreprise. La performance d'une entreprise est fonction selon Markides de différents critères qui sont : le degré de concentration (C), la structure du marché et du secteur industriel (I) sur laquelle la firme agit, la stratégie (S) et le risque spécifique (R) de l'entreprise .

Performance de l'entreprise = $f(C, I, S, R)$

Le modèle est testé sur un échantillon de 219 entreprises entre 1981 et 1987. Chaque critère est calculé en fonction de ratios ou d'indicateurs choisis par l'auteur.

Le degré de concentration (C)

Ainsi le degré de concentration (C) est évalué par 5 indicateurs (l'annonce par voie de presse, la classification de Rumelt, l'indice d'entropie, le nombre de segments d'activité (code SIC), la mesure de la diversification totale (DT). De plus, la mesure se fait pour trois périodes distinctes : 1981-83, 1983-85, et 1985-87.

La structure du marché et du secteur industriel (I)

Elle est déterminée par trois indicateurs : WXAD, WXRD, et WC4. L'indicateur WXAD représente le montant de la publicité pour chaque firme (Montant de la pub / ventes) par rapport à la moyenne du secteur industriel envisagé. L'indicateur WXRD évoque, quant à lui le poids de la recherche et développement au sein de la firme par rapport à la moyenne du secteur. Enfin le dernier indicateur (WC4) est le ratio de concentration du secteur industriel choisi. Ce ratio est calculé par l'indice d'Herfindahl.

La stratégie (S)

Elle est mesurée par trois indicateurs : DMGMT, DES, et CAPX. Le premier indicateur représente un changement de la structure du comité de direction durant la période d'événement. Le ratio DES se calcule par la valeur de la dette divisé par la valeur de marché des actions. Et enfin le ratio CAPX indique le montant des dépenses d'investissement en pourcentage du chiffre d'affaire.

Deux autres indicateurs sont aussi associés à la fonction Stratégie (S) : le pourcentage du chiffre d'affaire par employé (*Employee*) et le pourcentage des ventes à l'étranger sur le chiffre d'affaire total (*Foreign*).

Le risque spécifique (R)

Le risque total de la firme est calculé selon l'évolution du ratio ROS (ROE + ROA) (par la méthode du « standard deviation »).

Le modèle testé est donc défini par l'équation suivante :

$$\text{Evolution de la performance 1987-81} = f [C(83-81), C(85-83), C(87-85), \\ WXAD (85-81), WXRD (85-81), \\ WC4 (85-81), DMGMT (86-81), \\ DES(87-81), Foreign (87-82), \\ Employee (87-81), CAPX (87-81), \\ RISK (87-81)]$$

- Section 2 - L'impact des opérations de recentrage sur la valeur de la firme: études empiriques

Les études réalisées sur le recentrage montrent qu'il n'existe pas une typologie formelle des firmes entamant une stratégie de recentrage. Ces firmes sont de tailles et de structures différentes (du conglomérat à la firme diversifiée de taille moyenne), évoluant dans différents secteurs d'activités (secteurs industriel, bancaire, des services ...), et possédant une histoire stratégique et financière personnelle. Cependant même si ces firmes ne sont pas identifiables par des facteurs intrinsèques similaires, elles peuvent néanmoins présenter certaines caractéristiques communes. Les différentes études empiriques réalisées dans ce domaine de recherche nous permettent d'établir une typologie non exhaustive des firmes dites recentrées ou en phase de l'être.

2.1 Approche en terme d'efficacité économique : contexte stratégique-financier

2.1.1. Recentrage et effet sur la richesse des actionnaires

L'hypothèse théorique principale concernant les conséquences du recentrage sur la richesse des actionnaires se traduit par le fait que **le recentrage permet d'améliorer la performance de la firme en concentrant l'ensemble des ressources de la firme sur la gestion d'un nombre d'actifs plus restreints et plus concentrés**. De nombreux facteurs influencent la mise en place d'une telle stratégie ; ces facteurs sont directement liés à l'ensemble des « ressources productives »⁷ de la firme ; celles-ci pouvant être d'ordre interne ou externe. Les ressources externes de la firme sont essentiellement des ressources financières (appel aux différents marchés de capitaux). Les ressources internes sont, quant à elles assimilées à trois types de ressources (Chatterjee et Wernerfelt – 1991) :

⁷ Penrose (59) définit la firme comme un ensemble de « ressources productives ».

- les ressources physiques,
- les ressources financières et enfin,
- les ressources dites intangibles (c'est à dire les ressources technologiques et les ressources liées à la marque et au savoir-faire).

Selon les auteurs, les différentes ressources composant une firme influencent la mise en place d'une stratégie plutôt qu'une autre. Même si leurs études se basent sur un seul type de stratégie qu'est la stratégie de diversification (reliée ou non reliée), ils démontrent que le lien entre stratégie (ici diversification) et performance ne peut être étudié qu'en considérant les types de ressources caractérisant la firme. Ce constat ne fait que renforcer des travaux plus anciens sur le lien entre « structure - stratégie – performance » dont Chandler⁸ (1962) fut le précurseur. De la même manière, les études empiriques réalisées autour de la stratégie de recentrage permettent d'appréhender certaines caractéristiques des firmes en phase de recentrage en fonction de leurs ressources propres. Nous détaillerons en premier lieu les études réalisées autour de l'annonce du recentrage puis les études post-recentrage.

2.1.1.1 La Rentabilité de la firme à l'annonce d'une opération de recentrage

En considérant les hypothèses d'efficience des marchés et de création de valeur post-recentrage, le marché devrait alors réagir positivement à l'annonce de toute opération de recentrage. Une rentabilité anormale positive de l'action de la société annonçant une opération de recentrage devrait être ainsi constatée. Le cas principalement étudié est celui du désinvestissement, soit par vente soit par scission.

⁸ Chandler (1963 -p383) : « The common denominator of structure and strategy has been the application of the enterprise's resources to market demand... Of these resources, trained personnel with manufacturing, marketing and engineering, scientific and managerial skills often become even more valuable than warehouses, plants, offices and others physical factors ».

- La vente

Les résultats de la plupart des études empiriques réalisées s'accordent à reconnaître qu'il existe une réaction positive du marché à l'annonce de telles opérations. Les travaux de Klein (1986), de Jain (1985), de Hite, Owers et Rogers (1987) se complètent et annoncent une rentabilité anormale positive au moment de l'annonce du désinvestissement. John et Ofek (1995) confirment ces résultats, et trouvent qu'une partie de l'excès de rentabilité positive au moment de l'annonce du désinvestissement est au moins partiellement générée par l'anticipation de l'augmentation des futurs cash-flows des actifs restants. Ils trouvent de plus, que l'excès de rentabilité au moment de l'annonce est, positivement corrélée avec l'augmentation de degré de concentration de la firme pendant le désinvestissement. Leur test est basé sur 193 annonces de désinvestissement faites entre 1986 et 1988 d'une valeur de plus de 100 millions de dollars. Les résultats sont les suivants :

Tableau 3.4 : Rentabilité anormale au moment de l'annonce du désinvestissement

Résultat 1	<i>La rentabilité est supérieure de 1,5% pour les firmes augmentant l'indice d'Herfindhal l'année du désinvestissement</i>
Résultat 2	<i>La rentabilité des firmes qui baissent le nombre de segment d'activités l'année du désinvestissement est de 1,2% plus élevée que celles qui ne baissent pas cet indicateur</i>
Résultat 3	<i>La rentabilité des firmes qui se séparent d'actifs non liés est plus élevée de 2,4% par rapport à celles qui vendent des actifs liés.</i>

Berger et Ofek (1998) confirment l'ensemble des travaux antérieurs réalisés au moment de l'annonce d'une opération de recentrage (essentiellement les désinvestissements). L'étude est basée sur un échantillon de 105 firmes effectuant 404 annonces de désinvestissement dans un but de recentrage (entre 1984 et 1993). Ces 404 annonces sont caractérisées par différents types d'opérations présentés dans le tableau 2.5:

Tableau 3.5 : Typologie de mouvements stratégiques propres aux annonces de recentrage

404 annonces relatifs à des opérations de recentrage		
dont :		
339 annonces de désinvestissements		29 annonces de programmes de restructuration (recentrage)
320 ventes	19 scissions	36 annonces du montant total reçu pour des ventes précédemment annoncées



Les auteurs ont délibérément regroupé l'analyse de la rentabilité des actions au moment de l'annonce pour les ventes et les scissions. **La rentabilité anormale cumulée⁹ autour de la date d'annonce de l'ensemble des opérations de recentrage est en moyenne de 7,3%** (significatif à 1% - test de Student). Cette réaction positive du marché est liée selon les auteurs à la valeur détruite par la firme lors d'une stratégie de diversification précédente. **Ils mettent en valeur que la rentabilité anormale au moment de l'annonce est corrélée positivement avec le montant de la perte de valeur de la firme avant le recentrage** (Test significatif à 1%). Le marché réagit plus positivement à l'annonce du recentrage d'une firme diversifiée destructrice de valeur qu'à l'annonce du recentrage d'une firme diversifiée créatrice de valeur. Ces résultats complètent ceux de John et Ofek (1995) et Allen et al. (1995) sur les stratégies de recentrage réalisées exclusivement par des opérations de scissions. Ces études sont présentées ci après dans le cadre des études empiriques réalisées autour des scissions dans un but de recentrage. Enfin, une étude réalisée en France (Perdreau 96) sur le thème des désinvestissements confirme les résultats précédents. Le désinvestissement a un impact positif significatif sur le cours des actions de 1,07%. Cette étude a été réalisée sur un échantillon restreint de 39 désinvestissements dans un but de recentrage.

⁹ La rentabilité anormale cumulée est calculée sur une période de 2 jours autour de la date d'annonce : {-1 ; 0 ; +1}.

- La scission

Allen et al. (1995) examinent le cas particulier des scissions¹⁰ (ou « spin-off ») ; ils soulignent ainsi le fait que l'excès de rentabilité au moment de l'annonce de la scission, est inversement corrélé à l'excès de rentabilité au moment de l'annonce de l'acquisition de l'entité scindée. Par conséquent, si au moment de l'annonce de l'achat d'une entité le marché réagit négativement ; il réagira alors positivement à l'annonce de la scission de l'entité ainsi acquise. Sur ce même thème de recherche les travaux plus récents de Daley, Mehrotra et Sivakumar (1997) apportent des résultats significatifs. Premièrement, les scissions qui augmentent le degré de concentration de la maison-mère créent plus de valeur au moment de l'annonce que les scissions qui n'influencent pas ce degré de concentration. Les résultats de l'étude réalisée sur un échantillon de 85 scissions entre 1975 et 1991 sont les suivants :

Tableau 3.6 : Résultats de l'étude de Daley, Mehrotra et Sivakumar (1997)

Type de scission	Nombre	Rentabilité anormale cumulée au moment de l'annonce
De même secteur d'activités	25	1,4% *
De secteur d'activités diversifiées	60	4,3%***
Total de l'échantillon	85	3,4%***

Test de Student niveau Significatif à 10%
 Test de Student Niveau Significatif à 1%

En effet, la rentabilité anormale au moment de l'annonce est significativement plus élevée pour une scission d'entreprise diversifiée (4,3%) que pour une entreprise non diversifiée (1,4%). Les auteurs précisent que cette rentabilité anormale est en grande partie créée par l'anticipation du marché d'une amélioration de la gestion post-scission de la maison-mère . Cette performance provient de l'élimination de synergies négatives dues à un excès de diversification. Ces propos coïncident avec ceux de John et Ofek (1995) sur les désinvestissements par vente d'activités ou de filiales.

Récemment, l'étude de Desai et Jain (1999) sur 155 scissions réalisées entre 1975 et 1991, montre que le marché réagit de manière plus significative lors des scissions ayant pour objet de séparer une entité peu rentable de la société-mère.

- L'acquisition

Par souci de simplicité empirique la majorité des études réalisées au moment de l'annonce d'une opération de recentrage tient compte essentiellement des ventes ou des scissions, voire des deux cumulées. De nombreuses études ont négligé les investissements (acquisitions de branches complètes d'activités ou de filiales) qui permettent d'accroître pourtant elles aussi le degré de concentration de la firme. Néanmoins, quelques auteurs tels que Liebeskind et Opler (1995), Liebeskind (1996) ont montré qu'il est intéressant de prendre en compte de telles opérations au même titre que les désinvestissements. Ces études sont essentiellement tournées sur la performance de la firme post-recentrage ; elles seront détaillées dans la partie suivante.

Cependant, nous pouvons noter l'étude réalisée par Mork, Shleifer et Vishny en 1990 sur un échantillon de 326 firmes américaines à l'annonce d'acquisitions reliées et non reliées entre 1975 et 1987. Cette étude montre une rentabilité anormale supérieure des titres des firmes achetant des actifs dans le même secteur d'activité par rapport à celles se diversifiant dans d'autres secteurs. **Le marché réagit par conséquent plus favorablement à l'annonce d'une acquisition reliée qu'une acquisition non reliée.** N'oublions cependant pas que de nombreuses études ont montré que très souvent la rentabilité de la firme acheteuse au moment de l'annonce est faiblement positive, voire même négative (Bradley, Desai et Kim - 1988 ; Roll - 1986). Les annonces d'acquisition n'amènent donc pas systématiquement une création de valeur pour la firme acheteuse.

2.1.1.2 La Rentabilité de la firme post-recentrage

L'hypothèse théorique fondamentale du recentrage est **qu'il permet l'élimination de synergies négatives entre l'actif vendu et les autres actifs de la firme, ce qui engendre une meilleure performance des actifs restants**. Il existerait donc une corrélation positive entre le degré de concentration (c'est à dire la réduction de la diversification) de la firme et sa performance. Un certain nombre d'auteurs se sont intéressés à cette problématique tels que Jensen (1986), Bhagat, Shleifer et Vishny (1990), Lichtenberg (1992), Hoskisson et Hitt (1994), Comment et Jarrel (1994), Servaes (1996), Lang et Stulz (1994), Liebeskind et Opler (1993), John et Ofek (1995), Markides (1996)... Nous détaillerons ci-après certains travaux qui nous paraissent les plus pertinents et les plus représentatifs de l'ensemble des recherches effectuées dans ce domaine.

- Recentrage et Elimination des synergies négatives

Premièrement, les travaux de John et Ofek (1995) sont centrés sur les désinvestissements d'actifs non stratégiques dans un but de recentrage. Leurs résultats sont en accord avec la théorie : les ventes d'actifs dans un but de recentrage amènent un accroissement de la performance opérationnelle des actifs restants au sein de la firme pendant les trois années suivant la vente de l'actif. L'échantillon étudié représente 321 désinvestissements annoncés entre 1986 et 1988. La tendance au recentrage est mesurée par l'indice d'Herfindahl basé sur les ventes où n représente le nombre de lignes d'activités de la firme ; S_i est la somme des ventes de chaque ligne d'activités ; H peut prendre une valeur entre zéro et un. Plus H s'approche de 1, plus les ventes de la firme sont concentrées sur quelques lignes d'activités et plus la firme est recentrée.

La performance post-désinvestissement de la firme est, quant à elle, calculée par trois ratios financiers :

Tableau 3.7 : Variables de calcul utilisées dans l'analyse de la performance post-désinvestissement

Ratio 1	Bénéfice net d'intérêts et d'impôts / ventes
Ratio 2	Bénéfice net d'intérêts et d'impôts / total des actifs
Ratio 3	Bénéfice net d'intérêts et d'impôts / valeur de marché des actifs

L'évolution de chaque ratio est prise en compte jusqu'à la troisième année suivant le désinvestissement. Puis ils sont comparés à un échantillon test représentant l'ensemble des firmes évoluant dans le même secteur d'activité (même « four-digit SIC code »). Les résultats de l'étude empirique montrent une évolution positive des ratios sur les trois années suivant le désinvestissement¹¹. De plus, ce gain de valeur est plus fort lorsque la firme se recentre sur son activité de base. En effet, la rentabilité des firmes qui se sont séparées d'actifs non liés est plus forte que la rentabilité des firmes qui se sont séparées d'actifs liés. **L'hypothèse théorique que le recentrage permet l'élimination de synergies négatives entre l'actif vendu et les actifs restants est ici confirmée.**

Johnson et Klein (1996) confirment eux aussi la baisse de certaines « déséconomies d'échelle » provenant des scissions. Ils confirment que les sociétés post-scission augmentent le nombre de leurs actifs immobiliers et génèrent un cash-flow net d'exploitation supérieur. Leurs résultats sont en accord avec ceux de John (1993) et de Schipper et Smith (1983), pour qui, la scission permet respectivement d'augmenter les opportunités d'investissement et de réduire les « déséconomies d'échelle ».

¹¹ Nous conseillons au lecteur de se reporter à l'article pour une présentation plus détaillée de l'évolution des ratios sur trois ans. La description détaillée des résultats prendrait une part trop importante dans l'organisation de ce chapitre.

Cependant une récente étude monographique et longitudinale sur la scission de la société MARRIOTT (US) relance le débat sur la véritable création de valeur provenant des scissions. Parrino (1997) étudie la création de valeur de la société 60 jours avant l'annonce de la scission jusqu'au 60^{ème} jour après la réalisation effective de celle-ci. Même si cette étude monographique ne peut remettre en cause le concept de synergie liée aux scissions, elle a l'intérêt de montrer les limites à la création de valeur des scissions. **En effet, la scission de Marriott en deux unités distinctes (Marriott International et Host) a pour conséquence la baisse de la valeur totale de la firme après l'annonce de la scission.**

Cette perte de valeur est due selon l'auteur à plusieurs phénomènes :

-
- *Importance des coûts financiers dus à la scission (coûts juridiques, coûts d'information...)*
 - *Perte de valeur pour une partie des obligataires (Host aurait reçu la plupart des actifs à cash-flow volatile réduisant ainsi la valeur de marché des ces obligations)*
 - *Les investissements des sociétés scindées n'ont subi qu'une faible augmentation,*
 - *Une renégociation faible des contrats avec les managers,*
 - *Marriott s'est séparé de plus de 80% de la valeur totale de ses fonds propres alors que dans la majorité des scissions ceux-ci représentent moins de 10% (Miles et Rosenfel -83),*
 - *Le niveau d'endettement de la maison-mère post-scission a largement augmenté ce qui est rarement le cas lors d'une scission (Schipper et Smith-1983).*

Recentrage et Sur-diversification

Markides (1996) teste deux hypothèses :

Hypothèse 1	<i>La baisse du niveau de diversification d'une firme engendre une amélioration de sa performance post-recentrage.</i>
Hypothèse 2	H2.1 : <i>A faible niveau de diversification, la firme qui augmente son degré de diversification voit sa performance augmenter.</i> H2.2 : <i>A haut niveau de diversification, une firme qui augmente son degré de diversification voit sa performance baisser.</i>

L'étude est réalisée sur 200 firmes entre 1981 et 1987. La performance post-recentrage est établie par la comparaison, pour chaque firme de la performance avant recentrage (ici par désinvestissement) et la performance après recentrage. Entre 1981 et 1987 trois périodes distinctes sont étudiés 1981-83, 1983-85, et 1985-87. La performance de la firme est calculée selon différentes variables financières telles que la rentabilité des fonds propres (ROE) et la rentabilité des actifs (ROA). Les résultats montrent que le recentrage des firmes « sur-diversifiées »¹² amène une amélioration de la performance post-recentrage. L'hypothèse 1 est confirmée de manière significative. La relation entre diversification et performance peut être décrite par une relation curviligne, telle que le supposaient les travaux de Hoskisson et Hitt (90)¹³. Markides fournit un modèle simple pour le calcul de la performance globale de la firme telle que :

$$\text{ROS (87)} = b_0 + b_1 (\text{DT87}) + b_2(\text{DT87})$$

Où : ROS représente la performance globale de la firme (ROS = ROE + ROA)
DT est égal à l'indice d'entropie lequel re présente la diversification totale de la firme
 b_0 , b_1 , b_2 représentent des coefficients estimés

Les coefficients b_1 et b_2 sont estimés tels que :

- $b_1 = 7,3338$ (t = 2,66) et
- $b_2 = -1,741$ (t = -2,57).

¹² Les Firmes sont dites « surdiversifiées » lorsqu'elles perdent de la valeur (Valeur de marché).

¹³ Hoskisson et Hitt (1990) argumentent que « *research ... and theory... suggest an overhall curvilinear relationship performance and diversification* »

Les tests sont significatifs à un niveau de 1%¹⁴. Le fait que b_2 ait un coefficient négatif confirme l'hypothèse d'une relation «U» inversée entre diversification et performance. Cependant, aucun des résultats ne prouvent de manière significative les hypothèses 2.1 et 2.2.

Enfin, Liebeskind et Opler (1995) confirment la tendance au recentrage durant les années 80 (Comment et Jarrel (1995) et Lichtenberg (1992)) trouvent que sur un échantillon de 3602 firmes publiques et privées entre 1981 et 1989, il y a eu tendance au recentrage. Le recentrage est dans ce cas estimé par deux agrégats : les ventes d'activités périphériques et l'addition d'activités liées¹⁵. Les ventes d'activités périphériques sont représentées par le ratio de spécialisation : il est passé de 59,6% en 1981 à 65,8% en 1989. L'addition d'activités liées est représentée par le ratio appelé par l'auteur « croissance liée » ou encore « related-ratio » : il s'est élevé de 16,8% entre 1981 (69,1%) et 1989 (80,7%).

Il nous paraît important de souligner les résultats de cette étude, puisqu'elle est l'une des premières à prendre en compte au niveau empirique les investissements liés au même titre que les désinvestissements périphériques (non liés). En effet, l'auteur met en exergue le fait que le recentrage doit être pris en compte dans toute sa globalité, qu'il soit fait par désinvestissement d'actifs non stratégiques et/ou par investissement d'actifs reliés à l'activité principale. Cette étude apporte aussi des résultats précurseurs intéressants : certaines firmes qui ont réussi leur diversification durant les années 1980 ont aussi entamé une stratégie de recentrage à partir 1990. **Ceci confirme l'hypothèse théorique que le recentrage n'est pas exclusivement dû à une diversification qui fait perdre de la valeur à la firme mais qu'il peut être la conséquence de changements externes telle que l'évolution du commerce mondial (intensification de la concurrence qui entraîne les entreprises à restreindre leur domaine d'action à quelques métiers).**

¹⁴ Le tableau statistique détaillé de la relation curviligne entre performance et diversification est présenté page 131 de « *Diversification, Refocusing and Economic Performance* » Constantin C. Markides - The MIT Press Cambridge - 1996.

¹⁵ Le taux de vente d'actifs périphériques est représenté par le ration suivant : (Nombre total d'employés qui existaient en 81 mais plus en 89 / Nombre moyen d'employé entre 81 et 89). Le taux d'addition des activités liées est calculé par le ratio suivant : (nombre total d'employés existant en 89 mais pas en 88 / nombre moyen d'employés entre 81 et 89). Si ces taux sont relativement élevés la firme s'est ainsi recentrée, et inversement si ces taux sont faibles la firme s'est alors diversifiée entre 81 et 89.

Liebeskind et Opler (1995) trouvent ainsi une relation entre l'intensification de la concurrence¹⁶ aux Etats-Unis et l'accroissement du recentrage des firmes américaines :

Tableau 3.8 : Représentation des facteurs de changements du recentrage sur les firmes ayant survécu entre 1981 et 1989

	Evolution du ratio de spécialisation « Specialization ratio »	Evolution du ratio de « croissance liée » « Related ratio »	Recentrage par désinvestissement	Recentrage par investissement
Taux de pénétration des importations entre 1972 et 1981	- 0.040 (-2.11)*	-0.008 (-0.045)	0.018 (1.51)	-0.066 (-1.90)*
F value	47.53***	43.53***	108.36***	29.66***
Adjusted R-square	0.23	0.24	0.41	0.16

Les résultats du Test de Student sont donnés entre parenthèses : *** significatif à 1%, ** significatif à 5%, * significatif à 10%.

Ce résultat confirme les hypothèses théoriques de Shleifer et Vishny (1991) et Hoskisson et Hitt (1994). Ainsi, l'augmentation du recentrage durant les années 80 ne peut être attribuée qu'au seul insuccès des firmes diversifiées ; d'autres éléments interviennent pour expliquer l'augmentation du recentrage. Shleifer et Vishny (1991) trouvent une explication juridique par le biais du relâchement des lois anti-trust aux Etats-Unis. Inversement, Matsusaka (1993) confirme que la diversification non liée fut une réponse au renforcement des lois anti-trust durant les années 70 aux Etats-Unis.

¹⁶ L'intensification de la concurrence aux Etats-Unis est évaluée par le taux d'accroissement des importations industrielles.

2.1.2. Recentrage, endettement, risque

Les firmes qui ont tendance à augmenter leur concentration sont des firmes de **grandes tailles en phase de déclin**, c'est à dire dans **un état de difficulté financière** (John, Lang et Netter - 1992) . D'autres études empiriques confortent ce résultat et démontrent que les actifs vendus dans un but de recentrage sont souvent une source de liquidité pour les firmes en difficultés financières (Shleifer et Vishny - 1992, Brown, James et Mooradian - 1994, Asquith, Gertner et Scharfestein – 1991 et enfin Ofek – 1993).

Liebeskind et Opler¹⁷ (1995) confirment et en même temps tempèrent ses résultats puisque les auteurs démontrent qu'un nombre important de firmes s'engageant dans une stratégie de recentrage sont des firmes qui ont réussi leur diversification et ne sont pas confrontées à des difficultés financières. Denis, Denis et Sarin (1997) confirment que les firmes recentrées, sont des firmes qui perdent de la valeur durant les trois années précédents le changement de stratégie. Les firmes qui ne se recentrent pas sont, quant à elles, des firmes qui ne perdent pas de valeur dans les années précédentes. Leur étude porte sur un échantillon de 933 firmes entre 1985 et 1989. Berger et Ofek (1998) confirment ces propos et trouvent des signes antérieurs de détresse financières similaires aux firmes se recentrant telles que la baisse du montant des dividendes la restructuration des paiements des dettes. En effet, au niveau de leur échantillon, 7% des entreprises se recentrant ont baissé le montant des dividendes l'année précédent le changement de stratégie ; et 12% ont étalé le paiement des dettes de l'entreprise. Ces chiffres sont significatifs et sont comparés à un échantillon test¹⁸.

¹⁷ Op cit. p

¹⁸ L'échantillon inclut un nombre de 107 firmes se recentrant entre 1985 et 1993. L'échantillon est comparé à un échantillon test d'entreprise de taille similaire et de même indice d'Herfindhal peu avant le changement de stratégie.

Lang et Stulz (1995) ont émis l'hypothèse **que les entreprises utilisant le produit de la vente d'actifs pour le paiement des dettes doivent avoir une rentabilité anormale plus élevée que les autres firmes**. Les études réalisées ne confirment pas cette hypothèse : Lang, Poulsen, et Stulz (1995) ne trouvent pas de rentabilité supérieure pour les firmes utilisant les produits de la vente pour se désendetter par rapport à d'autres firmes. Enfin durant les années 80, le Q de Tobin des firmes diversifiées est plus petit que le Q des firmes spécialisées (Lang et Stulz (1994)). En effet, Wernefelt et Montgomery (1988), Lang et Stulz (1993), Comment et Jarrel (1995) trouvent une corrélation positive entre le degré de recentrage et le ratio Q de Tobin.

2.2. Approche par les théories contractuelles

2.2.1. La relation entre les actionnaires et les dirigeants

Selon l'hypothèse concernant les coûts d'agence, la structure actionnariale peut influencer le degré de diversification ou de concentration de la firme. En effet plus les dirigeants possèdent d'actions de la firme, plus ils sont sensibles à un changement de stratégie ayant comme conséquence une perte de valeur pour la firme sanctionnée par une baisse de valeur des actions. La théorie suppose alors une relation négative entre le degré de diversification et le nombre d'actions détenu par le dirigeant.

Certains auteurs tels que Amihud et Lev (1981) sont en opposition avec cette hypothèse et suggèrent une relation positive entre ces deux facteurs. Selon les auteurs, le fait de posséder une part importante du capital oblige les dirigeants à limiter les risques personnels qu'ils encourent en diversifiant le plus possible les activités de la firme. May (1995) sur un échantillon de fusions trouve une relation négative entre le gain réalisé lors d'une fusion et le nombre d'actions détenues par le dirigeant de la firme acheteuse. Par conséquent, plus le dirigeant possède d'actions, plus le gain de la firme *acheteuse* sera limité lors de la fusion. L'auteur suggère alors que les dirigeants actionnaires chercheront à limiter leurs risques en investissant non pas dans des activités similaires (par des fusions), mais dans des activités diversifiées (par des achats non liés).

Cependant, Loderer et Rosenfeld (1989) à partir d'un échantillon de fusions, ne trouvent aucune relation significative entre l'augmentation du pouvoir actionnarial du dirigeant et la volonté de celui-ci de réduire ses risques en diversifiant les activités de la firme. Une étude plus récente réalisée à ce sujet conforte elle aussi les prédictions de la théorie. Denis, Denis et Sarin (1997) démontrent que le niveau de concentration de la firme augmente avec le pourcentage d'actions détenues par les managers. La concentration de la firme est définie selon 5 critères : le % de firmes multi-segments, le nombre de segments d'activité, le nombre de codes S.I.C, l'indice d'Herfinhdal basé sur les actifs et enfin l'indice d'Herfinhdal basé sur le chiffre d'affaires. L'étude porte sur 933 firmes sélectionnées fin 1984. Les résultats sont les suivants :

Tableau 3.9 : Résultats de l'étude de Denis, Denis et Sarin - 1997

α % d'actions manageriales	Nombres de segments	% des firmes multi-segments	Nombre de codes S.I.C	Indice d'Herfindhal	
				basé sur les actifs	basé sur le C.A
$\leq 1\%$	3.0	0.79	5.3	0.59	0.60
$1\% < \alpha \leq 5\%$	2.5	0.60	4.3	0.68	0.68
$5\% < \alpha \leq 10\%$	2.3	0.59	4.0	0.69	0.70
$10\% < \alpha \leq 15\%$	2.3	0.57	3.7	0.71	0.72
$15\% < \alpha \leq 20\%$	2.1	0.60	3.6	0.73	0.73
$20\% < \alpha \leq 25\%$	1.9	0.46	3.2	0.78	0.79
$25\% < \alpha$	1.9	0.39	3.2	0.81	0.81

Nous remarquons que tous les indicateurs indiquent une concentration de la firme lorsque les dirigeants augmentent leur pouvoir actionnarial. Le pourcentage des firmes diversifiées c'est à dire multi-segments passe de 79% lorsque les dirigeants possèdent moins de 1% de la firme à 39% lorsqu'ils possèdent plus de 25%. De même, le nombre de segments d'activité baisse de 3.0 à 1.9 ; et le nombre de S.I.C passe de 5.3 à 3.2. Enfin, l'indice d'Herfindhal, qu'il soit basé sur les actifs ou sur les ventes augmentent d'une manière probante. **Ces résultats sous-tendent l'hypothèse théorique que les coûts d'agence augmentent lors d'une stratégie de diversification et que passé un certain degré de diversification la firme perd de la valeur, ce qui engendre pour le dirigeant actionnaire une perte de richesse.** Plus la richesse du dirigeant dépend de la valeur créée par la firme plus celui-ci aura tendance à limiter la diversification au profit du recentrage.

L'accroissement des coûts d'agence n'est pas le seul facteur explicatif possible. Des auteurs en ont fourni d'autres notamment des facteurs concernant la taille, l'âge ou encore le savoir-faire des firmes. Ainsi Liebeskind et Opler (1994) étudient la diversification des firmes publiques et privées et montrent que les firmes privées sont souvent des firmes de plus petite taille dirigées par un nombre d'actionnaires dirigeants restreint et qui opèrent dans des secteurs d'activité à plus faible opportunité d'investissement. Sarin et *al.* (1997) confirment que le nombre de segments de la firme est positivement lié à sa taille, à son âge et enfin au ratio recherche et développement / ventes.

Les conflits potentiels entre actionnaires et dirigeants s'accroissent lorsque les dirigeants sont uniquement salariés de l'entreprise. La théorie prédit que ces dirigeants auront tendance à pratiquer une politique de surinvestissement dans le but de limiter leur risque personnel par une diversification maximum des activités de la firme et d'augmenter leur pouvoir au sein de la firme. Cette tendance poussera les actionnaires à rectifier la stratégie globale de la firme en cas de perte de valeur et par là même, à sanctionner le dirigeant.

Berger et Ofek (1998) remarquent ainsi que la stratégie de recentrage est souvent précédée par un changement dans le gouvernement d'entreprise. 32% des firmes (107) qui ont entamé un recentrage d'activités de 1985 à 1993 ont remanié le "top-management" quelques temps auparavant¹⁹. Notamment le fait que le comité de direction soit remanié l'année précédent le recentrage fait croître la probabilité de celui-ci de 7,3% à 19,7% (significatif au taux de 1%). De même la pression des actionnaires extérieurs fait augmenter le taux de probabilité du recentrage de 33,2% à 39,7% (significatif au taux de 1%). Ces résultats confirment les hypothèses de Scherer (1988), de Ravenscraft et Scherer (1989) et enfin de Boots (1992) qui prédisent que les mauvais managers vont éviter de désinvestir afin de ne pas admettre les erreurs passées de stratégie (ou de gestion), tandis que les nouveaux managers seront plus tentés de désinvestir afin de bénéficier des erreurs des managers précédents.

L'étude de John, Larry et Netter (1992) met aussi en évidence que les firmes en difficulté financière (destructrice de valeur) entament très souvent une stratégie de recentrage. Cependant, elle ne confirme pas de manière significative que la firme remanie le haut de son organigramme. Néanmoins, une diminution significative de 5% de l'ensemble du personnel est démontrée.

¹⁹ Ce taux est trois fois supérieur au taux rapporté par Warner, Watts et Wruck (88) pour un échantillon de firmes test sur la même période.

2.2.2. La relation entre la firme et le marché

De nombreuses études américaines enregistrent une baisse moyenne significative de la valeur des firmes diversifiées au cours des années 80 (Lang et Stulz – 1994 ; Berger et Ofek – 1995). Inversement, les entreprises entamant une stratégie de recentrage voient le prix de leurs actions s'accroître (Comment et Jarrel - 1995, John et Ofek - 1995). **Selon certains auteurs la discipline imposée par le marché permet de diminuer les problèmes d'agence liés aux firmes diversifiées.** Nous rappelons au lecteur que les problèmes d'agence liés à une stratégie de diversification proviennent de la politique de surinvestissement pratiquée par les dirigeants, au détriment parfois de la valeur de la firme. Ce surinvestissement a pour but de réduire les risques personnels des dirigeants (Amihud et Lev – 1981) et d'augmenter le pouvoir des dirigeants au sein de la structure (Shleifer et Vishny – 1989 ; Jensen - 1986 ; Stulz - 1990).

La discipline par le marché peut prendre différentes formes :

- 1 - les actionnaires (même minoritaires) insatisfaits de la gestion des membres dirigeants peuvent pousser au renouvellement du comité de direction, à un contrôle plus rigoureux de la gestion ou encore à une politique de rémunération en adéquation avec les intérêts des actionnaires.
- 2 - le marché concurrentiel peut restreindre les managers à pratiquer une politique destructrice de valeur pour la firme surtout si cette politique implique des pertes financières (mauvaise notation des dirigeants sur le marché du travail et possibilité de rachat de la firme en difficultés financières).

Le premier point ayant été décrit dans les relations contractuelles entre dirigeants et actionnaires (2.2.1). Nous insistons dans ce paragraphe sur le deuxième point "la discipline par le marché financier". Les investisseurs entament une politique de rachat vis à vis d'une firme lorsqu'ils espèrent faire croître les futurs cash-flows de la firme "cible" ; les futurs cash-flows sont espérés supérieurs à l'investissement initial (Demsetz et Lehn - 1985). Dans ce contexte, Comment et Jarrel (1995) précisent que les firmes ayant effectué une large concentration sur les actifs de base sont un peu moins menacées par les

rachats hostiles que les autres firmes. En effet 2,6% des firmes ayant entamé une stratégie de recentrage sont sujettes à des rachats hostiles contre un pourcentage de 18,8% pour les entreprises diversifiées.

Tableau 3.10 : Résultats de l'étude de Comment et Jarrel - 1995

<i>Firmes à capitaux propres excédant 500 millions de dollars (1980-1990)</i>		
<i>Nombres de segments</i>	<i>% de firmes « cibles »</i>	<i>% des firmes « acheteuses »</i>
1	2,6	8,6
2	6,5	10,4
3	8,4	13,7
4	10,5	115,6
5	11,5	17,5
6-10	18,8	20,5

Adapté de Comment et Jarrell, « Corporate focus and stock returns »- Journal of financial Economics (1995)

Cependant, les firmes diversifiées se sont distinguées dans les années 80 comme étant des participantes actives sur le marché des fusions-acquisitions (20,6% des firmes diversifiées ont investi dans d'autres firmes contre seulement 8,6% pour les entreprises à un seul segment d'activités).

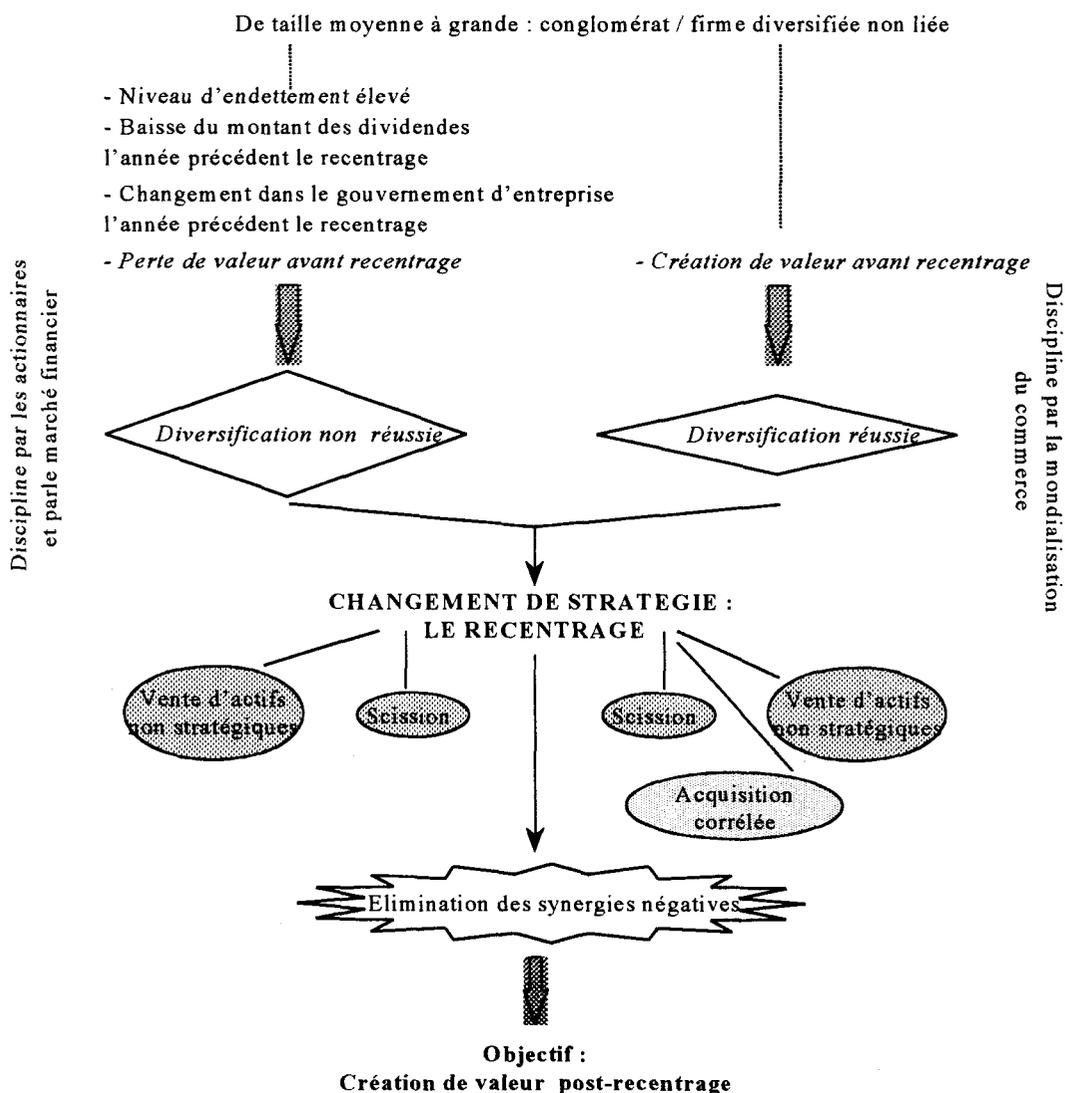
Bethel, Liebeskind et Opler (1997) se sont intéressés plus particulièrement aux achats de blocs d'actions. Ils distinguent trois types d'achat de bloc d'actions : les achats dits "activistes", les achats "financiers" et les achats stratégiques²⁰. Sur un échantillon de 425 firmes américaines les plus fortunées, entre 1980 et 1989, ils constatent que le type d'actionnaires le plus fréquemment rencontré sont les blocs d'actionnaires "activistes" (36%), puis les blocs d'actionnaires "financiers" (14%) suivi des blocs "stratégiques" (7%). A partir de 1982, les blocs d'achat stratégiques effectués par des actionnaires ne souhaitant pas intervenir dans le gouvernement d'entreprise, sont de moins en moins fréquents. Ce déclin dans la fréquence des blocs d'achat stratégiques reflète selon les auteurs la diminution des stratégies de diversification de type conglomérat dans les années 80.

²⁰ Les blocs d'achat d'actionnaires sont par définition un ou plusieurs actionnaires achetant au moins 5% du capital de l'entreprise cible. Les blocs d'achat dits "activistes" sont les investisseurs qui annoncent leur intention d'influencer la stratégie de l'entreprise. Les blocs d'achat dits "financiers" sont les investisseurs d'origine bancaire, fonds de pension, actionnaires faisant un simple placement financier et tout autre actionnaire passif. Les blocs d'achat dits "stratégiques" sont réalisés par d'autres firmes qui ne souhaitent pas s'opposer au management en place.

Cet argument se trouve renforcé par le fait que les firmes ciblées par des blocs d'achat "activistes" sont significativement des entreprises plus diversifiées (avec un ratio d'Herfindhal de 36%) que dans les firmes où il n'y a aucune tentative de rachat par blocs (ratio d'Herfindhal de 39%). De plus les blocs d'achat dits "stratégiques" effectués par des actionnaires non désireux de s'investir dans la gestion de l'entreprise sont essentiellement réalisés dans les firmes les plus concentrées (dont le ratio d'Herfindhal est égal à 51%). Ce type d'investisseurs privilégie les entreprises a priori, à fort avantage comparatif restreint à peu de domaines d'activités.

Nous concluons ce chapitre par un essai de typologie par rapport aux différentes études présentées :

Figure 3.2 : Typologie des firmes recentrées



- Section 3 – La problématique de recherche

3.1 Présentation de la problématique

La tendance au recentrage des activités s'apparente pour l'entreprise à un choix « stratégique-financier ». Cette décision managériale provoque une re-définition des métiers traditionnellement exercés par le groupe, entraînant des conséquences organisationnelles importantes. De nature stratégique, cette décision demeure néanmoins tributaire de la situation financière du groupe et de facteurs conjoncturels prépondérants. Ainsi en période de croissance, le recentrage s'apparente à une stratégie d'acquisition d'activités concentriques liée à une stratégie de désengagement d'activités périphériques. La stratégie de désengagement s'inscrit ici dans une **optique offensive** : le montant des ressources du désinvestissement est alloué au financement de la croissance centrée (acquisition ou création d'entités liées au métier du groupe). Cependant en période de récession, le recentrage s'inscrit dans une **optique défensive** et se confond alors avec le resserrement de la gamme d'activités. Dans ce cas, il n'est plus question d'investir dans de nouvelles entités mais de se désengager de certaines activités dans le but d'assurer la viabilité globale de l'entreprise.

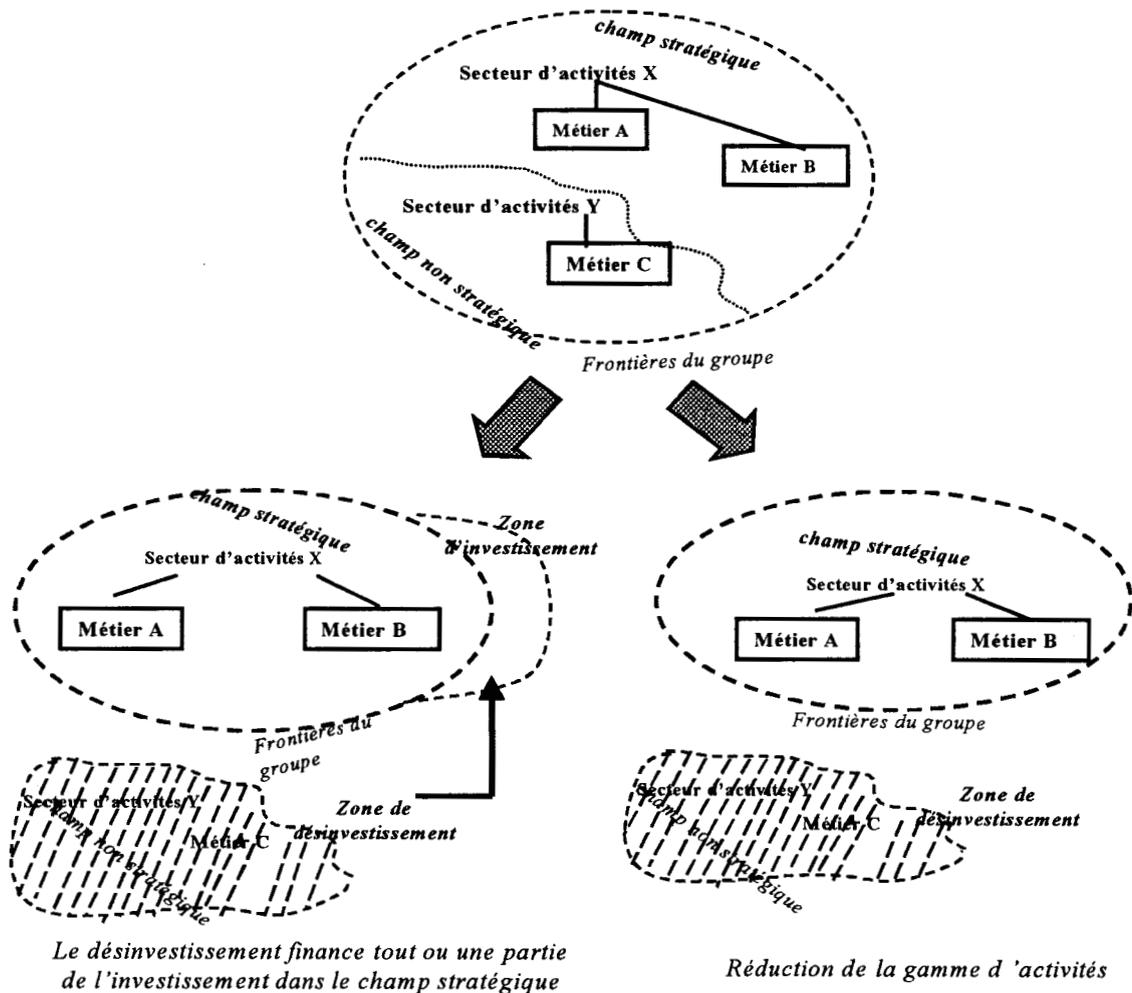
Le recentrage peut s'identifier par conséquent à des trajectoires stratégiques a priori opposées telles que :

- la diversification liée,
- la spécialisation,
- la contraction d'activités.

La diversification liée permet de poursuivre un objectif de croissance polarisé sur un même métier. A l'opposé, le recentrage peut être associé à une spécialisation des activités du groupe, ou encore à une contraction d'activités permettant d'assurer la pérennité des activités restantes.

Ces multiples trajectoires stratégiques possibles font intervenir simultanément des opérations d'investissement et de désinvestissement qui augmentent le degré de concentration du groupe. Par investissement, nous entendons principalement les acquisitions, les prises de participation et les accords inter-entreprises. Par désinvestissement, nous entendons les ventes ou scissions, les cessions de participation ou les ruptures d'accord entre entreprises. La figure 2.3 résume cette tendance au recentrage en deux grandes catégories : le recentrage offensif et le recentrage défensif :

Figure 3.3 : Vision dichotomique du recentrage



Les principaux travaux de recherche réalisés dans ce domaine (chapitre 1 et 2), ont eu pour objet d'établir :

- une typologie des groupes entamant un recentrage stratégique,
- une étude des conséquences du recentrage sur la valeur de la firme (études d'événement et études post-performance).

Ces différents travaux nous ont amené à formuler des questionnements approfondissant les travaux de recherche déjà réalisés dans ce domaine. Ainsi, au lieu de rechercher les caractéristiques communes des groupes en phase de recentrage, nous nous concentrons essentiellement sur l'opération en elle-même et les différentes caractéristiques qui la composent. La première partie de notre recherche aura pour objet d'établir un essai de typologie des recentrages stratégiques réalisés en France entre 1994 et 1997. La deuxième partie de notre recherche concernera l'étude des conséquences du recentrage sur la performance financière du groupe, et feront suite aux différents travaux réalisés sur ce sujet (Batsch-1992- ; Markides – 1996- John et Ofek – 1995-)

La problématique de recherche se décompose alors en deux questionnements :

Quelles sont les caractéristiques des recentrages stratégiques entre 1994 et 1997 ?

Quelles sont les conséquences du recentrage d'activités sur la performance financière des groupes français étudiés ?

Afin de tenter d'apporter des éléments de réponse à cette problématique, plusieurs hypothèses de recherche ont été formulées et sont présentées dans la section suivante.

3.2 Le modèle général de recherche

La première partie de notre recherche concerne l'étude des caractéristiques des recentrages de 19 groupes industriels français entre 1994 et 1997. Cet essai de typologie est décomposé en cinq étapes successives :

- tout d'abord nous différencions les recentrages « offensifs » des recentrages « défensifs », selon l'importance du taux d'investissement réalisé par le groupe (Hypothèse 1).
- ensuite, le lien traditionnel entre recentrage et désendettement est étudié (Hypothèse 2).
- les différentes techniques de restructuration réalisées pendant le recentrage sont présentées et pour certaines, étudiées.
- ces restructurations impliquent automatiquement des évolutions au niveau des frontières du groupe, lesquelles sont également présentées,
- enfin, les liens entre l'intensification du marché concurrentiel et le choix d'une trajectoire de recentrage sont étudiées (Hypothèses 3, 4 et 5).

La deuxième partie de notre recherche est l'étude post-performance des groupes « recentrés » avec deux types de travaux :

- une étude d'événement

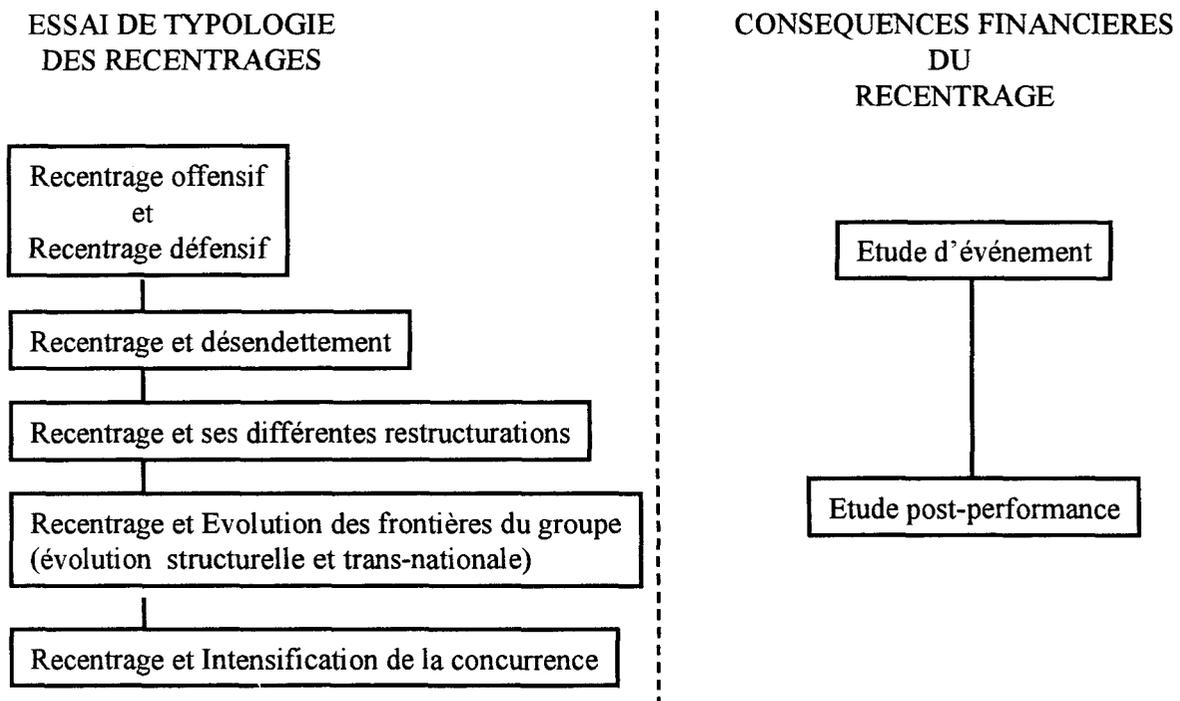
L'annonce d'une opération de recentrage provoque une réaction des investisseurs qui engendre une évolution du cours de l'action. Nous étudions, à ce stade, l'effet d'annonce des opérations de recentrage sur l'évolution des cours boursiers. Les opérations de recentrage que nous avons sélectionnées sont des opérations de désinvestissement (vente totale et scission) et des opérations d'investissement dans un but de concentration d'activités (achat total et prise de participation à plus de 50%). Nous étudions la rentabilité anormale des cours concernés au moment de l'annonce de ces différents types d'opération de recentrage (Hypothèses 6 et 7). La significativité des résultats est obtenus par un test T de Student. En outre, une étude de cas est présentée concernant la scission du groupe Chargeurs en 1996 et ses conséquences sur la performance financière du groupe (Hypothèses 8, 9 et 10).

- une étude de la post-performance financière

Cette étude a pour objectif d’appréhender la création ou la destruction de valeur engendrée par un recentrage stratégique (H11). Nous comparons la variation de différents ratios comptables et financiers, un an et deux ans après la date de réalisation du désinvestissement. Afin de tenir compte des variations liées à la conjoncture économique, nous avons ajusté ces variations à la variation moyenne des ratios des secteurs d’activités concernés, sur une même période. Ces valeurs sectorielles ont été récoltées par les « enquêtes entreprises » de l’Insee ; 13 activités principales sont distinguées. Cette méthodologie permet de comparer l’évolution du groupe par rapport à l’évolution moyenne du secteur concernée tel que : si la moyenne sectorielle évolue de (+x%) ou de (-x%), alors celle du groupe évoluera de (x% + α %), ou de (x% - α %).

De plus, une étude de rentabilité anormale sur longue période (un an et deux ans après la réalisation d’un désinvestissement) est réalisée en utilisant l’indice de Treynor.

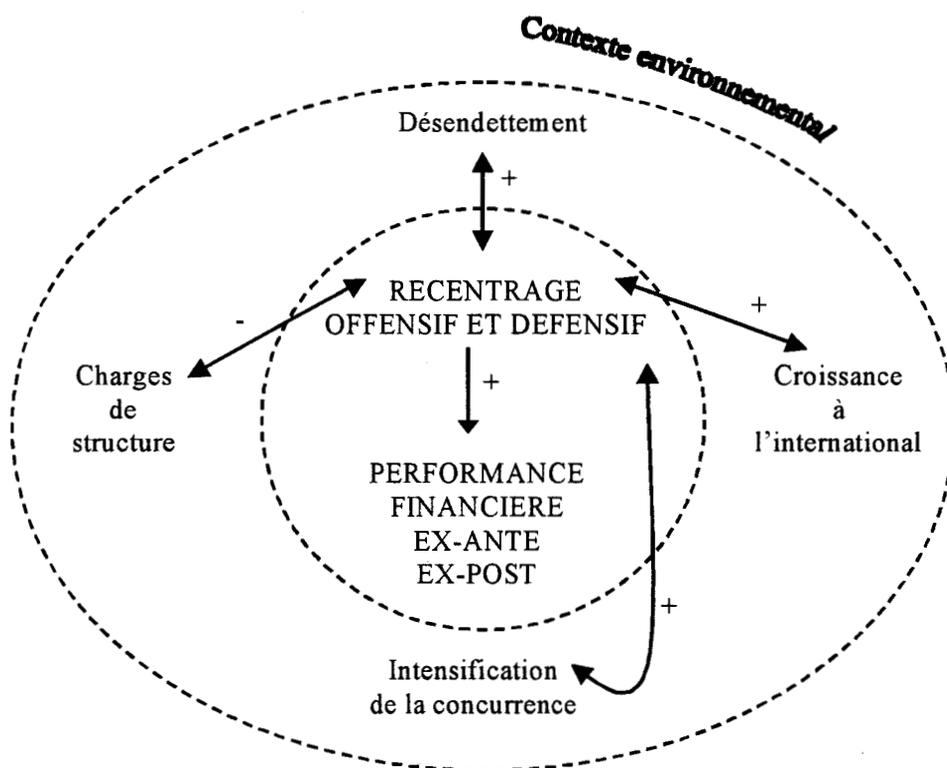
Figure 3.4 : Schéma des différentes étapes de la recherche



Le modèle de recherche proposé intègre trois séries de variables :

- ☞ La variable centrale « le recentrage stratégique » appréhendée par une vision soit défensive soit offensive, op con
- ☞ Les variables caractérisant les opérations de recentrage : le désendettement, la croissance vers l'international, l'optimisation des charges de structure, mot l'augmentation du degré de concurrence.
- ☞ Les variables caractérisant les conséquences du recentrage sur la performance financière du groupe : l'étude d'événement sur l'évolution des cours boursiers au moment de l'annonce des opérations de recentrage, et l'étude post-performance suivant le désinvestissement. perf

Figure 3.5 : Le Modèle de recherche



3.3 Formulation des hypothèses de recherche

Les hypothèses que nous présentons ci-dessous sont fondées sur des éléments issus des trois premiers chapitres, et plus particulièrement du chapitre 1 pour celles posées lors de l'essai de typologie, et du chapitre 2 pour celles reliant le recentrage et la performance financière du groupe. La formulation des hypothèses se décompose en trois séries d'hypothèses :

- ☞ une série d'hypothèses concernant les caractéristiques des recentrages stratégiques, typo
- ☞ une série d'hypothèses sur l'effet d'annonce des opérations de recentrage sur le cours des actions, mo typo
- ☞ et, enfin une dernière série d'hypothèses sur l'évolution de la performance financière pendant la durée du recentrage (94-97). per

L'essai de typologie amène aux questionnements suivants. Le recentrage est opéré dans un but offensif s'il permet une croissance des activités principales du groupe, ou dans un but défensif s'il ne sert qu'à viabiliser les activités déjà existantes. Nous appréhendons la dichotomie entre le recentrage offensif et défensif en fonction du taux d'investissement²¹ réalisé par le groupe par rapport à celui des moyennes sectorielles concernées. Nous formulons alors l'hypothèse suivante :

H1 : la majorité des recentrages sont des recentrages « défensifs », qui impliquent une évolution (en %) du taux d'investissement inférieure à l'évolution moyenne (en %) des secteurs concernés.

²¹ Le taux d'investissement du groupe pour une année n est la rapport entre le montant des investissements en n et la valeur ajoutée hors taxe en n. Le choix du taux d'investissement, comme vecteur du type de recentrage, est motivé dans le chapitre 4.

de B 200

Le lien positif entre le recentrage et le désendettement est souvent mis en évidence dans les études empiriques²². Les groupes qui ont opté pour un changement de stratégie tel que le recentrage sont souvent des groupes qui se sont diversifiés les années précédant ce changement. Cette diversification a souvent eu pour conséquence d'augmenter le taux d'endettement du groupe. Le recentrage apparaît alors, comme un moyen de désendettement, si les ressources provenant de la vente d'actifs non stratégiques viennent renflouer les capitaux propres. Cependant, certaines études soulignent que des groupes, en phase de création de valeur et avec un taux d'endettement normal, optent pour un recentrage. D'autres facteurs, de types externes (juridiques, concurrentiels et financiers) décrit par Lichtenberg (1991), et Liebeskind et Opler (1995) sont à l'origine de ce changement stratégique.

Suite à ses travaux, nous cherchons de nouveau à analyser la relation qui lie traditionnellement le recentrage et le désendettement. Et nous émettons l'idée que ce lien n'est pas immuable et qu'il évolue en fonction des changements environnementaux auxquels la firme est confrontée dans les années 90. L'objectif principal de maximisation de la rentabilité des capitaux (internes et externes) est toujours de mise, mais n'impliquerait plus forcément, un désendettement significatif du groupe. L'hypothèse suivante est alors émise :

H2 : La variation ajustée du taux d'endettement du groupe n'est pas inférieure à la variation moyenne du taux d'endettement des secteurs concernés, sur une même période

227

²² Shleifer et Vishny (92), Brown, James et Mooradian (94), Asquith, Gertner et Scharfstein (91) et Ofek (93)).

Comme nous l'avons déjà précisé, l'évolution de l'environnement concurrentiel et financier pousse certains groupes à opter pour un recentrage dans le but de :

- limiter les risques financiers à un nombre restreint de métiers dans lesquels l'entreprise possède des avantages concurrentiels comparatifs et un savoir-faire reconnu,
- concentrer l'essentiel de leurs ressources sur le métier de base du groupe, afin de conserver ou d'atteindre une position de domination²³ sur les marchés choisis. Cette recherche de « taille critique » doit influencer le moins possible les coûts liés à l'accroissement de la structure afin de maximiser le niveau de rentabilité financière du groupe.

Ces constats nous amènent à poser plusieurs hypothèses :

- la première hypothèse concerne la recherche d'une position dominante sur un marché qui se concrétise par l'évolution du chiffre d'affaires à l'exportation supérieure à l'évolution moyenne des secteurs concernés (H3) :

H3 : La variation ajustée du taux d'exportation est supérieure à la variation moyenne du taux d'exportation des secteurs concernés, sur une même période.

- la seconde hypothèse concerne l'évolution des charges de structure. En effet, si la croissance du chiffre d'affaires (français et international) est vérifiée, cela amènera automatiquement une croissance des besoins liés au cycle d'exploitation de l'activité. Néanmoins, la recherche de la performance financière²⁴ incite les instances dirigeantes à minimiser le plus possible certaines charges de structure (et notamment les charges de personnel qui représentent souvent une charge lourde mais à fort degré de variabilité). Nous posons alors l'hypothèse suivante :

H4 : La variation ajustée du taux de charges de personnel est inférieure à la variation moyenne du taux de charges de personnel des secteurs concernés, sur une même période.

²³ Différents critères (chiffre d'affaires, nombre de salariés, nombres de filiales, parts de marché détenues...) définissent la « taille » d'un groupe. Nous retiendrons comme seule critère de taille, le chiffre d'affaire hors taxe français et étranger.

²⁴ c'est à dire de la maximisation de la richesse des actionnaires.

- la troisième hypothèse découle des travaux de Liebeskind et Opler (1995), lesquels ont montré une corrélation positive entre la croissance de la concurrence et le taux de concentration des secteurs d'activités concernés. Nous testons cette hypothèse dans le cadre du marché français, en prenant en compte l'évolution du taux d'importation et le degré de concentration des secteurs concernés. Le degré de concentration d'une branche industrielle est ici fonction de la part détenue des dix premiers groupes selon les ventes et les exportations (en %) au sein de la branche. L'hypothèse que nous testons est alors la suivante :

H5 : Le taux de concentration d'un secteur est positivement corrélé au taux d'importation des produits de ce même secteur.

L'étude d'événement

Les études empiriques française (Batsch - 1992 et Perdreau - 1996) montrent un impact positif sur le cours des actions lors de l'annonce d'une opération de désinvestissement (vente complète d'activité ou de branches d'activités) dans un but de recentrage. Nous testons cette hypothèse sur notre échantillon et nous incluons aussi les opérations d'investissement (achat d'activités ou de filiales) :

H6 : L'annonce d'opérations de désinvestissement dans un but de recentrage a un impact positif sur le cours de l'action

H7 : L'annonce d'opérations d'investissement dans un but de recentrage a un impact positif sur le cours de l'action

Ensuite, nous étudions plus particulièrement la scission du groupe Chargeurs. L'originalité de la technique de recentrage (première scission d'un groupe coté sur le marché français) nous apparaît intéressant à analyser d'un point de vue théorique et pratique. Plusieurs hypothèses liées à la théorie sur les scissions²⁵ sont posées :

H8 : L'effet d'annonce de la scission sur les cours des actions Chargeurs est positif

H9 : La valeur cumulée de Chargeurs Int. et de Pathé après la scission est supérieure à la valeur de Chargeurs avant scission

L'étude de la performance post –recentrage de la firme est fonction de critères choisis se rapportant à des ratios comptables²⁶ et financiers :

**Tableau 3.11 :
Les différents ratios comptables et financiers
mesurant la performance**

Ratio d'activité	Résultat d'exploitation/CA H.T EBE/CA H.T Résultat Net Comptable/CA HT
Ratios ou Eléments de structure	Dettes financières (LT et CT)/Passif Dettes financières/Fonds Propres (PG)* Frais financiers/Dettes CA H.T/Fonds Propres CA H.T/Actif Net Fonds Propres/Immobilisations nettes RAFFI/Actif Net
Ratios financiers	Résultat Net (PG)/Fonds Propres (PG) Résultat Net (PG)/Capitaux propres Rentabilité financière telle que $[r+(r-i)D/FP](1-t)$ Avec i = Coût moyen des dettes (FF/D) r = Rentabilité économique D = Montant des dettes FP = Fonds propres
Ratio boursier	Indice de Treynor

²⁵ Cusatis, Miles et Woolridge-1993 ; Hakansson-1982 ; Johnson et Klein-1996 ; Schipper et Smith-1983 ; Miles et Rosenfeld-1983.

²⁶ Ces ratios sont présentés en détail dans le chapitre 6

Ces différents ratios nous permettent de poser l'hypothèse suivante :

H10 : La variation (en %) de la performance financière des groupes se recentrant est supérieure à la variation (en %) de la performance des moyennes sectorielles concernées, sur une même période

La méthodologie est celle utilisée lors de l'essai de typologie : pour une évolution de $+x\%$ ou de $-x\%$ concernant la moyenne sectorielle, le groupe connaîtra une évolution en moyenne, respectivement de $x\% + \alpha\%$, ou de $x\% - \alpha\%$. La variation est calculée l'année suivante et deux ans après l'année du désinvestissement.

Conclusion du chapitre 3

Récapitulatif des hypothèses de recherche

Hypothèses sur les caractéristiques des recentrages

H1 : la majorité des recentrages sont des recentrages « défensifs », qui impliquent une évolution du taux d'investissement inférieure à l'évolution moyenne des secteurs concernés.

H2 : La variation ajustée du taux d'endettement du groupe n'est pas inférieure à la variation moyenne du taux d'endettement des secteurs concernés, sur une même période

H3 : La variation ajustée du taux d'exportation est supérieure à la variation moyenne du taux d'exportations des secteurs concernés, sur une même période.

H4 : La variation ajustée du taux de charges de personnel est inférieure à la variation moyenne du taux de charges de personnel des secteurs concernés, sur une même période.

H5 : Le taux de concentration d'un secteur est positivement corrélé au taux d'importation des produits de ce même secteur

Hypothèses sur l'étude d'événement

H6 : Les annonces d'opérations de désinvestissement dans un but de recentrage ont un impact positif sur le cours des actions

H7 : Les annonces d'opérations d'investissement dans un but de recentrage ont un impact positif sur le cours des actions

H8 : L'effet d'annonce de la scission sur les cours des actions Chargeurs est positif

H9 : La valeur cumulée de Chargeurs Int. et de Pathé après la scission est supérieure à la valeur de Chargeurs avant scission

Hypothèse sur l'étude post-performance

H10 : L'évolution de la performance financière du groupe en phase de recentrage est supérieure à l'évolution moyenne de la performance financière des secteurs concernés, sur une même période.

logique
E → HE
CAB → CAB

la R de E
DPT.

- les B Comb
mot
de l'union
de R

La première partie de la thèse s'achève sur cette présentation du modèle de recherche et des hypothèses qu'il sous-tend. La deuxième partie expose la méthodologie utilisée lors de l'étude empirique (chapitre 4), les caractéristiques des recentrages (chapitre 5) et, enfin les conséquences du recentrage sur la performance financière du groupe (chapitre 6).

DEUXIEME PARTIE

L'ETUDE EMPIRIQUE

La problématique formulée à l'issue de la première partie trouve sa source à la fois dans la littérature et dans les tendances tirées de la réalité économique actuelle. La deuxième partie de la thèse est principalement consacrée à l'opérationnalisation du cadre théorique et au test des hypothèses qui en sont issues ; dans ce cadre, la recherche que nous menons est de nature hypothético-déductive.

L'objectif de l'étude empirique est de confronter les propositions qui ont été émises à l'issue de la première partie à des observations réalisées sur le marché industriel français entre 1994 et 1997. L'échantillon se compose de dix neuf groupes en phase de recentrage stratégique durant la période d'étude. Le nombre restreint d'observations nous a incité à multiplier les outils de recherche :

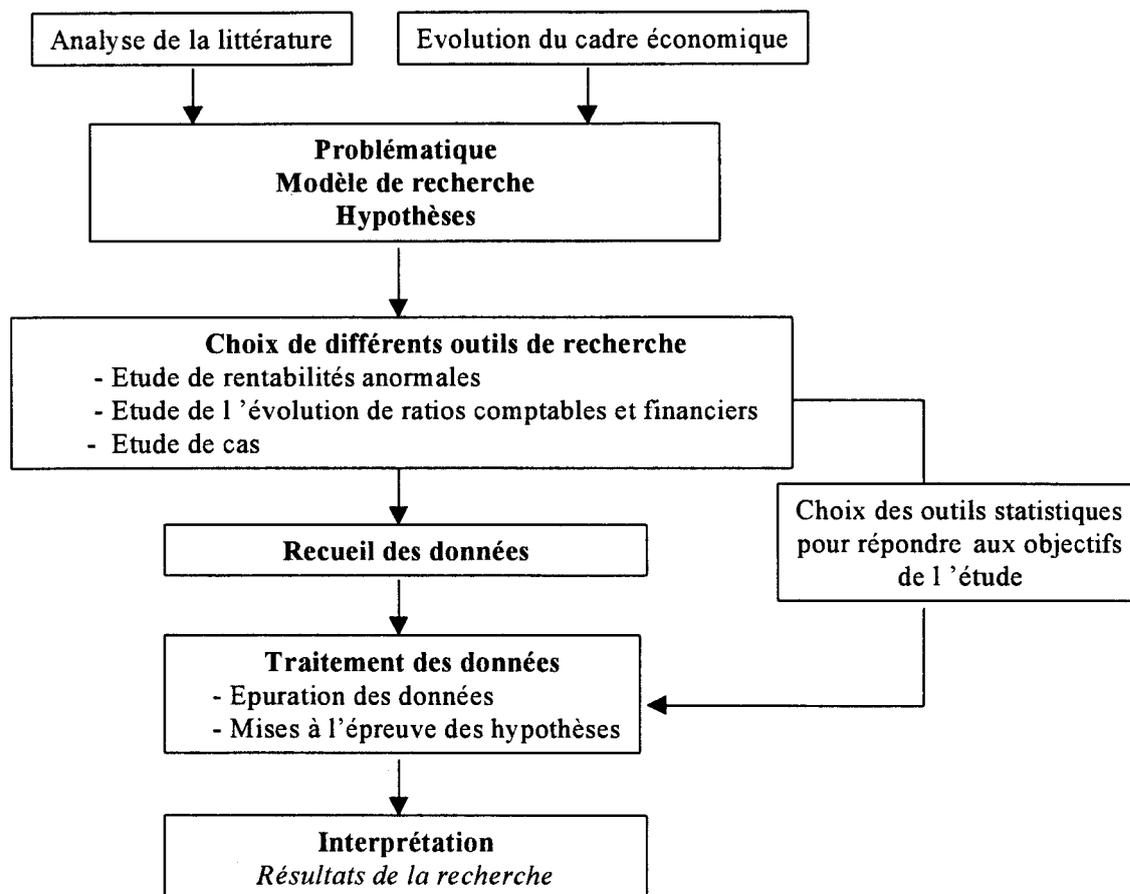
- Deux études d'événement liées aux rentabilités anormales ont été réalisées ;
 - la première concerne l'étude des rentabilités anormales des actions au moment de l'annonce d'une opération de recentrage,
 - la deuxième concerne l'étude des rentabilités anormales des actions sur le long terme (avec l'étude l'indice de Treynor, un an et deux ans après un désengagement dans un but de recentrage).

- Une étude de la performance des ratios comptables et financiers un an et deux ans après la réalisation d'un désengagement dans un but de recentrage.

- De nombreuses études cliniques sont réalisées, et notamment une étude complète de la scission du groupe Chargeurs. Cette étude de cas permet de présenter le cadre théorique lié aux scissions et leurs conséquences sur la performance des firmes, et d'émettre quelques hypothèses sur le cas unique du groupe Chargeurs. Ce thème de recherche reste encore très peu étudié en France, et il nous apparaît pertinent dans le cadre du recentrage d'en analyser les contours théoriques puisque c'est la seule technique de recentrage aboutissant à la dissolution de la maison-mère.

Les principales étapes de l'étude sont schématisées dans la figure II.1 :

Figure II.1 : La méthodologie générale de la recherche



Cette deuxième partie s'articule par conséquent en trois chapitres :

- le chapitre 4 présente la méthodologie suivie pour composer l'échantillon, ainsi que les différents calculs des indices de concentration (indice d'Herfindahl et d'Entropie),
- le chapitre 5 analyse les différentes caractéristiques intrinsèques et externes des opérations de recentrage, et,
- le chapitre 6 étudie les conséquences des opérations de recentrage sur la performance financière des groupes par le biais d'une étude d'événement et d'une étude post-événementielle.

CHAPITRE 4

LE RECENTRAGE DES GROUPES INDUSTRIELS FRANÇAIS DE 1994 A 1997

Ce chapitre présente dans une première section, les différents indices généraux permettant de mettre en valeur la variation du taux de concentration du groupe. Ce taux de concentration est calculé, dans ce cas précis, en fonction de la répartition du chiffre d'affaires en fonction des pôles de compétence déterminés par le groupe.

La deuxième section présente, d'une part, la méthodologie suivie pour déterminer l'échantillon sur lequel portera l'étude empirique, et d'autre part, le calcul des indices d'Entropie et d'Herfindahl entre 1994 et 1997.

Section 1 – Les mesures du recentrage des groupes industriels

La littérature oppose traditionnellement deux approches de la mesure de la diversification (ou du recentrage) : la mesure continue issue de l'économie industrielle (1.1) et les mesures développées dans le cadre des recherches en sciences de gestion (1.2.). Nous détaillerons successivement les mesures utilisées dans le cadre des recherches empiriques liées au recentrage stratégique. Cette présentation n'est pas exhaustive et se concentre uniquement sur les mesures déjà utilisées dans les études empiriques développées dans le chapitre 2.

1.1 Les mesures continues du recentrage

1.1.1 La mesure continue issue de l'économie industrielle

Elle se fonde sur le système SIC¹ (Standard Industrial Classification) qui est le système numérique américain de classification des différents types d'activité économique. En fonction du degré de précision les codes S.I.C se décomposent en deux ou quatre niveaux. Le code SIC à deux chiffres (SIC-2) recense le nombre de secteurs industriels dans lequel la firme est présente. Plus précis, le code SIC à quatre chiffres (SIC-4) présente les différents secteurs d'activité de la firme appartenant à un même secteur industriel. Ainsi le codage SIC permet de faire apparaître la diversification de la firme au sein d'une industrie principale, et à travers plusieurs industries.

¹ L'équivalent français se rapprocherait de la nomenclature industrielle définie par l'INSEE; pourtant ces deux nomenclatures ne sont pas tout à fait similaires. Le système américain développé par l'Office du Management et du Budget, repose sur les structures de l'industrie observées aux Etats-Unis ; structure définies légèrement différemment par l'INSEE.

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

$$H = 1 - \sum_{i=1}^N P_i^2$$

où P_i représente le poids relatif de chaque segment dans un ensemble de N éléments.

La limite principale de cet indice est de ne pas composer en une somme d'éléments la concentration totale d'un système. Ainsi l'indice ne permet pas de percevoir la contribution respective de chaque niveau d'agrégation à la dé-diversification totale de la firme. De plus, le choix de la puissance deux amplifie le poids des segments les plus importants ; c'est à dire que l'indice croît lorsque l'entreprise, à nombre de secteurs d'activité similaires, réalise une plus grande part de son chiffre d'affaires sur une activité.

1.1.2 La mesure entropique du recentrage

L'indice d'entropie est une mesure de la diversification totale ; il fut initié par des économistes (Jacquemin et Berry – 1979) et repris par de nombreux chercheurs en stratégie (Palepu – 1985 ; Baysinger et Hoskisson - 1985). La diversification totale est définie par :

$$DT = \sum_{i=1}^N P_i \log\left(\frac{1}{P_i}\right)$$

où n désigne le nombre des activités principales du groupe et P_i le poids relatif de chaque activité en pourcentage. Cette mesure prend en compte deux éléments de la diversification : le nombre de segments dans lequel la firme intervient et le poids relatif de chacun de ces segments dans le montant total des ventes. Cette formule a l'avantage en comparaison avec l'indice d'Herfindahl de valoriser les petites branches d'activités autant que les grandes (chaque branche ayant la même valeur dans l'indice). La diversification totale (DT) est la somme des mesures d'entropies de la diversification liée (DL) et non liée (DNL) (voir Palepu – 1985; p252) :

$$DT = DL + DNL$$

Afin de mieux appréhender ces deux mesures définissons un secteur industriel (codes SIC-2) comme un ensemble de segments d'activités liées (codes SIC-4). D'un point de vue pratique, le degré de liaison entre les activités au sein d'un même secteur industriel est plus élevé que celui des activités de différents secteurs industriels. Il en découle que les N segments d'activité dans lesquels intervient la firme, composent les M secteurs industriels dans lesquels elle exerce une activité ($N \geq M$).

La mesure de la diversification liée (DL) est donnée par la formule suivante :
où P_{ij} est la part des différents segments i au sein d'un même secteur industriel j .

$$DL = \sum_{ij} P_{ij} \log\left(\frac{1}{P_{ij}}\right)$$

Si la firme est diversifiée dans plusieurs secteurs ($j = 1 \dots M$), la diversification reliée totale est égale à :

$$DL_j = \sum_{j=1}^M P_j DL_j$$

où P_j est la part des ventes du $j^{\text{ème}}$ secteur dans le total des ventes de la firme. DL est la moyenne pondérée de la diversification liée intra-industries, la firme intervenant dans M industries.

De manière similaire, la mesure de la diversification non liée (DNL) représente la moyenne pondérée du montant des ventes réalisées dans chaque secteur industriel, rapporté au total des ventes de la firme. Elle est donnée par la formule suivante :

$$DNL = \sum_{j=1}^M P_j \log\left(\frac{1}{P_j}\right)$$

1.2 La mesure catégorielle du recentrage

1.2.1 Les catégories de diversification de Rumelt (1974 et 1982)

Certains chercheurs en finance travaillant sur le thème du recentrage d'activités ont repris la mesure catégorielle de la diversification qui se fonde sur une vision « stratégique » de la diversification. Le principe de cette mesure est fondé sur la distinction d'un certain nombre de « catégories » définies selon le type et la nature des activités de la firme. Wrigley (1970) retient quatre catégories, chacune correspondant à une stratégie de diversification particulière :

- Activité unique (« Single Product ») : firmes qui ne sont pas diversifiées et qui interviennent sur un seul secteur d'activité,
- Activité dominante (Dominant Product) : firmes se concentrant principalement sur une activité unique et qui sont néanmoins légèrement diversifiées dans des activités dites non stratégiques,
- Activités liées (Related Product) : firmes qui interviennent dans des activités multiples liées entre elles par des synergies technologiques ou commerciales,
- Activités non liées (« Unrelated Product ») : firmes qui se sont diversifiées dans des activités multiples sans rechercher de synergies précises.

L'affectation d'une firme à l'une des ces quatre catégories se fait selon deux critères : (i) le ratio de spécialisation de la firme défini comme le montant total des ventes réalisées par l'activité la plus importante, et (ii) le ratio de liaison défini comme le degré de liaison existant entre les activités de la firme. Rumelt (1974) se base sur les travaux pionniers de Wrigley et développe un système de classification comprenant neuf catégories. Trois ratios permettent de classer une firme dans l'une des neuf catégories : le ratio de spécialisation, le ratio d'intégration verticale et enfin le ratio de liaison.

Le ratio de spécialisation (R_s) explicite le rapport entre les ventes réalisées par l'activité la plus importante du groupe et les ventes totales. Le ratio d'intégration verticale (R_v) mesure la proportion des ventes totales du groupe attribuable à des produits émanant d'un processus de production intégré verticalement. Enfin, l'évaluation du ratio de liaison (R_l) est fonction du partage entre les firmes d'un même groupe des installations de production et/ou de stockage, des technologies, mais aussi des circuits de distribution et de vente. Plus précisément il est défini par la part des ventes réalisée par le groupe d'activités liées le plus important.

L'originalité de cette méthodologie s'articule autour de la notion « d'activité discrète ». En effet selon l'auteur trois décisions stratégiques permettent d'identifier les « activités discrètes » de la firme :

- (i) le désengagement total de l'activité concernée ou au contraire l'augmentation de son importance (par la taille) dans le portefeuille total d'activités du groupe,
- (ii) l'emploi d'une technologie ou d'un processus de production différents des autres activités du groupe,
- (iii) la modification significative du prix, de la qualité, ou des services associés au produit d'une activité spécifique

A l'opposé de la vision unidimensionnelle caractéristique des mesures continues, Rumelt examine différentes prises de décisions stratégiques pour juger de la liaison entre les activités. Dans un article plus récent (1982), l'auteur affine sa classification et propose sept catégories de diversification au lieu de neuf. Ces sept catégories sont identifiées par quatre ratios : le ratio de spécialisation (R_s), de liaison (R_l) et d'intégration verticale (R_v) précédemment cités, mais aussi le ratio de « connexité centrale » (R_c). Le ratio de connexité centrale traduit la fraction des ventes réalisées par certaines activités du groupe partageant une même compétence, force ou ressource centrale. Nous présentons dans le tableau 4.1, les différentes catégories proposées par Rumelt (1982) selon les quatre ratios précités.

Tableau 4.1 : Catégories de diversification : critères d'affectation

Catégories		Spécifications des ratios
1	Activité unique	$R_s \geq 0.95$
2	Activité dominante intégrée	$R_v \geq 0.70$
3	Activité dominante et activités secondaires liées contraintes	$0.70 < R_s < 0.95 ; R_c > (R_1 + R_s)/2$
4	Activité dominante et activités secondaires en chaîne ou non liées	$0.70 < R_s < 0.95 ; R_c < (R_1 + R_s)/2$
5	Activités liées contraintes	$R_s < 0.70 ; R_1 > 0.70 ; R_c > (R_1 + R_s)/2$
6	Activités liées en chaîne	$R_s < 0.70 ; R_1 > 0.70 ; R_c < (R_1 + R_s)/2$
7	Activités non liées	$R_1 < 0.70$

avec $R_s < R_v \leq R_c \leq R_1$

Source : P.Rumelt (1982) : « Diversification Strategy and Profitability », Strategic Management Journal, Vol.3,p360.

1.2.2 Les limites de la mesure catégorielle

Intervention excessive du jugement de l'utilisateur

Rumelt (1974) a souligné la part de subjectivité qui accompagne inévitablement le jugement du chercheur, lors du classement des firmes d'après le ratio de spécialisation. L'interprétation est encore plus présente lorsqu'il s'agit de différencier les activités liées et non liées, grâce au ratio de liaison. De plus l'utilisation des codes SIC est une source importante d'erreur : deux codes SIC-4 au sein d'un même code SIC-2 sont automatiquement liés, les activités extérieures à un code SIC-2 sont résolument non liées. Selon (Hall et John - 1994 – p165) « *la validité de toute mesure continue dépend totalement de la validité de la représentation de la diversité stratégique par les codes SIC* ».

Cependant, Chatterjee et Blocher (1992) considèrent que le ratio de spécialisation est « une mesure entièrement objective », en particulier si les montants des ventes par activité proviennent des mêmes sources de données. Le seul risque de subjectivité interviendrait dans le calcul du ratio de liaison, qui dépend de la logique sous-jacente utilisée afin de déterminer les liaisons entre activités.

La non prise en compte du degré de liaison entre activités

Robins et Wiersema (1995) soulignent que le système SIC est une source d'information pauvre concernant les relations essentielles entre industries. Les mesures qui y sont affiliées présentent des problèmes en termes de validité de contenu. En effet, Markides et Williamson (1994) considèrent que la mesure catégorielle présente un biais *systématique* (comme la plupart des mesures en continu), car elles évaluent la liaison entre les actifs au niveau des DAS de la firme, sans prendre en considération les potentialités de ces actifs en termes de création d'avantage compétitif. De plus, la méthodologie de Rumelt est axée sur une unique dimension qu'est le *type* ou la nature de la liaison entre les activités de la firme ; la dimension analysant le *degré* de liaison entre les activités n'existe pas.

L'étroitesse des ratios basés sur le montant des ventes par activité

Les ratios mis en œuvre lors des différentes étapes de la classification de Rumelt dépendent de données basées sur le chiffre d'affaires par activités. Or d'autres données seraient susceptibles d'appréhender le concept de diversification, tels que la dimension manageriale. Grant et Jamine (1988) précisent, ainsi, qu'il existe des compétences manageriales pouvant lier les activités entre elles. Chatterjee (1986) distingue, quant à lui, les synergies opérationnelles dans le cas de fusions verticales et des synergies financières dans le cas des fusions conglomérales ou non liées. Les synergies opérationnelles représentent une classe de ressources entraînant l'efficacité administrative et productive. Les synergies financières entraînent, quant à elle, des réductions du coût du capital.

Section 2 – Applications des mesures de recentrage sur les groupes industriels français de 1994 à 1997

2.1 Rappel des mouvements de recentrage en France

La difficulté essentielle d'un rappel sur les mouvements de recentrage est le manque d'études réalisées sur ce thème en France. De nombreuses études soulignent néanmoins les mouvements de concentration en France², les opérations de croissance externe (fusions et acquisitions), sans pour autant distinguer de manière précise les opérations de recentrage. Cet état de fait provient des techniques de restructuration utilisées lors d'un recentrage ; ces techniques sont diverses et cumulent des opérations de désinvestissement (vente totale ou partielle d'actif) et d'investissement (achat, fusion, prises de participation...). Ainsi, le recentrage doit être considéré comme une tendance stratégique à concentrer l'essentiel des ressources d'un groupe à quelques actifs stratégiques. Cette tendance s'exerce dans des conjonctures différentes (récession ou croissance) en mettant en œuvre des stratégies diverses (spécialisation, diversification liée...).

Néanmoins nous pouvons tirer quelques résultats des différents travaux réalisés³. Il existe des caractéristiques communes entre les mouvements de recentrage et les mouvements de concentration⁴ : ce sont des mouvements cycliques mais continus de l'économie française. Le phénomène reste modérée avant les années 80 par rapport aux opérations de recentrage réalisées aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne, il ne commence à se développer de manière plus significative qu'à partir de 1980.

² Jenny et Weber – 1975- ; Allouche – 1975 - ; Derhy – 1995 ; Paturel – 1979 ; Pottier – 1993 ; Abbou – 1988 ; Rimbart – 1992.

³ Paturel –1981 ; Batsch – 1992-1993

⁴ Nous définissons un mouvement de concentration selon l'article 39 de l'ordonnance n°86-1286, du 1^{er} décembre comme « le résultat de tout acte, quelle qu'en soit la forme, qui emporte transfert de propriété ou de jouissance sur tout ou partie des biens, droits et obligations d'une entreprise ou qui a pour objet ou pour effet de permettre à une entreprise ou un groupe d'entreprises d'exercer, directement ou indirectement, sur une ou plusieurs entreprises, une influence déterminante ». Les opérations de concentration sont de trois natures différentes et font référence à des opérations de croissance externe : les acquisitions, les fusions et les entreprises communes.

Dans le courant des années 1960 et début 1970, de grands groupes nationaux et multinationaux se constituent⁵. Les opérations de croissance externe des entreprises s'accroissent. Elle se ralentit néanmoins entre 1970 et 1978, période marquée plutôt par la consolidation des structures financières des groupes dont la crise a révélé certains handicaps (rigidité des structures, diversification hasardeuses, poids de certaines branches d'activités retardataires, difficultés d'adaptation aux nouveaux défis technologiques). Les entreprises se sont alors défaites de pans entiers de leurs activités que l'on peut considérer a posteriori comme une tendance au recentrage.

Le début des années 80 marque une reprise des mouvements de concentration en France et notamment par le biais des fusions-acquisitions (O.P.A)⁶. Ces mouvements de fusion ressemblaient à des raids financiers qui avait pour objectif principal d'acheter des entités au meilleur prix afin de les dépecer et en tirer un maximum de rentabilité. A partir de la fin des années 1980⁷, les groupes se trouvent face à de nouvelles logiques économiques :

- une logique internationale : la dimension mondiale des entreprise est devenue un facteur essentiel dans les choix stratégiques, et
- une logique industrielle qui pousse les groupes à accroître leur taille (en chiffre d'affaires ou en structure) en se concentrant sur un nombre limité de produits ou de marchés.

On commence alors à faire référence aux mouvements de recentrage qui sont une réponse stratégique possible face aux nouvelles 'données' du marché économique mondiale et financier. Ces différents mouvements de recentrage sont continus et s'exercent aussi bien dans des périodes de récession (91-95) ou d'expansion (85-89 ; 96-99).

⁵ Thollon-Pommerol – 1990.

⁶ Krifa – 1990 - Mavahedi et Ouziel – 1997 ; Eynaudi – 1991.

⁷ Paturel – 1991 - 1992 – 1993 - 1994 – 1996 ; De Bandt - 1997

Aujourd'hui les groupes ont la volonté d'être toujours plus fort sur leur métier et les mouvements de recentrage repérés entre 1994 et 1997 confirment cette tendance. Le recentrage est l'un des moyens permettant d'accroître la taille et le poids concurrentiel des groupes, afin de répondre aux mieux aux attentes des marchés financiers : lesquels préfèrent actuellement soutenir des groupes qui se concentrent sur leur savoir-faire principal et laissent le soin aux investisseurs de diversifier les risques de leur propre portefeuille d'activités. Selon Roche (1999), « *cette décennie restera celle au cours de laquelle les grandes entreprises auront entrepris un travail de réduction des coûts, de downsizing et de recentrage jamais vu auparavant dans de telles proportions, malgré une crise économique qui a sévi entre 1991 et 1995* ».

Les mouvements de recentrage (1986-1992) étudiés jusqu'à présent (Bastch – 1992 ; Perdreau – 1996 - 1998) soulignent une tendance à une répartition plus uniforme du chiffre d'affaires qu'à une spécialisation réelle des groupes. L'étude que nous réalisons, souligne quant à elle une plus forte spécialisation des groupes étudiés. Cette étude est présentée dans la sous-section suivante. Nous montrons que l'indice d'entropie est en forte baisse entre les deux années extrêmes d'étude (1994-1997) pour la majorité des groupes étudiés. Cette baisse de l'indice d'entropie est significative si le nombre d'activités du groupe est resté similaire, ce qui est effectivement le cas pour la majorité d'entre eux.

Par conséquent, les groupes après avoir réparti de manière plus uniforme leur chiffre d'affaires sur l'ensemble de leurs activités, se sont spécialisés ensuite sur un nombre plus restreint d'activités.

2.2 Choix de l'échantillon et mesure des indices de concentration

2.2.1 La sélection de l'échantillon

La méthodologie suivie pour sélectionner notre échantillon se décompose en trois phases :

- nous avons répertorié toutes les annonces de presse décrivant un désinvestissement ou un investissement qui était réalisé au cours d'un recentrage stratégique. Les mots de « recentrage » ou de « concentration » devaient apparaître textuellement dans l'article,
- pour chaque groupe, nous avons analysé les rapports annuels afin de confirmer une politique annoncée vers une trajectoire de recentrage,
- enfin, nous avons vérifié par le biais d'indices de concentration si le discours officiel des instances dirigeantes était en phase avec la variation des indices.

Les annonces de presse qui ont attiré notre attention sont celles publiées entre le 31-12-1993 et le 31-12-1997. Elles proviennent de deux journaux de la presse traditionnelle : Les Echos et La Tribune. Nous avons sélectionné les articles dans lesquels les termes de « concentration », de « recentrage », de « ventes », de « désinvestissement », « d'investissement », et « d'achat » apparaissaient. Quarante groupes sont ressortis de ce premier tri. Ensuite, nous avons travaillé sur les rapports annuels et sélectionné les groupes dont la direction générale annonçait « officiellement » leur volonté de changer de trajectoire stratégique et d'opter pour un recentrage de leurs activités. Cette volonté a pu être antérieure à 1994 et se poursuivre au moins jusque 1997. Nous avons exclu tout groupe qui ne déclarait pas officiellement cette tendance. Enfin, nous avons calculer la variation des indices d'Herfindahl et d'Entropie, afin de confirmer une tendance réelle au recentrage. Les résultats présentés ci-après appellent quelques interrogations.

Dix neuf groupes ont été dénombrés comme étant dans un processus de recentrage. Le tableau 4.2 présente ci-après l'échantillon total ; les groupes en cours de recentrage sont classés du n°1 au n°19.

Tableau 4.2 :
Liste des groupes industriels français de l'échantillon

N°	NOM	INDICE	N°	NOM	INDICE
1	Alcatel	CAC 40, SBF 120	21	Air Liquide	CAC 40, SBF 120
2	Bolloré	SBF 120	22	Aérospatiale Matra	SBF 120
3	Chargeurs	SBF 120	23	Bouygues	SBF 120
4	Ciments Français	SBF 120	24	Bongrain	SBF 250
5	Danone	CAC 40, SBF 120	25	Canal Plus	CAC 40, SBF 120
6	Elf Aquitaine	CAC 40, SBF 120	26	Carrefour	CAC 40, SBF 120
7	Eridania Beghin-Say	CAC 40, SBF 120	27	Clarins	SBF 120
8	Fives-lille	SBF 250	28	France Télécom	CAC 40, SBF 120
9	La rochette	SBF 250	29	L'oréal	CAC 40, SBF 120
10	Lafarge Coppée	CAC 40, SBF 120	30	LVMH	CAC 40, SBF 120
11	Péchiney	SBF 120	31	Michelin	CAC 40, SBF 120
12	Pernod-Ricard	SBF 120	32	Pinault-Printemps-La Redoute	CAC 40, SBF 120
13	Rhône-Poulenc	CAC 40, SBF 120	33	Psa-Peugeot	CAC 40, SBF 120
14	Saint Gobain	CAC 40, SBF 120	34	Renault	CAC 40, SBF 120
15	Strafor-Facom	SBF 120	35	Seita	SBF 120
16	Schneider	CAC 40, SBF 120	36	Thomson CSF	CAC 40, SBF 120
17	Sommer Allibert	SBF 120	37	TotalFina	CAC 40, SBF 120
18	Suez-Lyonnaise des eaux	CAC 40 ; SBF 120	38	Valéo	CAC 40, SBF 120
19	Usinor	SBF 120	39	Vallourec	SBF 120
20	Carbonne Lorraine	SBF 120	40	Vivendi	CAC 40, SBF 120

2.2.2 Le calcul des indices de concentration

Les indices d'Herfindahl et d'Entropie ont été calculés pour chaque année, de 1994 à 1997. Ces résultats complets sont présentés en annexe 1. Nous détaillons ci-dessous les résultats des indices de la période 3 (tableau 4.3) :

Figure 4.1 : Périodes de calcul des indices de concentration

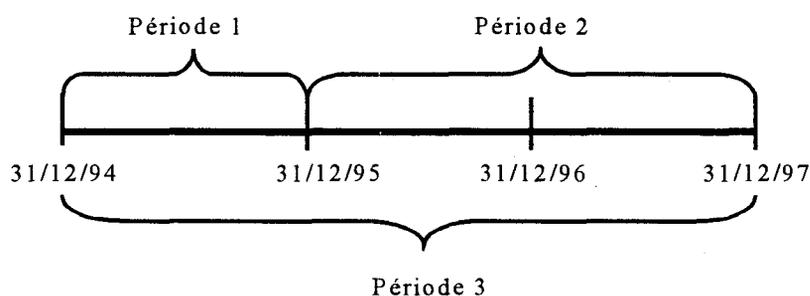


Tableau 4.3 : Evolution des indices entre 1994 et 1997

GROUPES RECENTRES			
N°	NOM	Evolution de l'indice d'Herfindhal 94/97 Var en %	Evolution de l'indice d'entropie 94/97 Var en %
1	Alcatel	10,69	-11,37
2	Bolloré	3,37	-5,29
3	Chargeurs	3,13%	-7,22%
4	Ciments Français	7,42	-5,66
5	Danone	8,75	-1,72
6	Elf Aquitaine	10,55	-5,42
7	Eridania Beghin-Say	4,26	-2,04
8	Fives-lille	9,79	-3,52
9	La rochette	20,36	-18
10	Lafarge Coppée	4,1	-4,25
11	Péchiney	32,03	-19,37
12	Pernod-Ricard	0,20	-0,14
13	Rhône-Poulenc	-12,10	8,28
14	Saint Gobain	-16,63	16,33
15	Strafor-Facom	13,75	-10,36
16	Schneider	70,9	-91,65
17	Sommer Allibert	35,58	-23,82
18	(Suez)-Lyonnaise des eaux	-16,94	6,85
19	Usinor	25,55	-13,77

Pour la majorité des groupes, l'évolution des indices de concentration confirme la tendance vers un recentrage stratégique des activités. En effet pour seize groupes, nous décelons :

- un indice d'Herfindahl en augmentation. Cette hausse est due soit à une concentration du chiffre d'affaires sur certaines activités soit à une cession de branches complètes d'activité dites non stratégiques. Ces deux causes peuvent être conjuguées.

- un indice d'Entropie en baisse. Ces groupes ont eu tendance à se spécialiser dans un domaine d'activité précis. La valeur même de l'indice n'est pas révélatrice, par contre l'importance de sa variation entre les deux années extrêmes est intéressante à analyser si le nombre d'activités du groupe est resté similaire. Nous notons que sept groupes sur dix neuf ont une variation *entropique* négative supérieure à -10% (tableau 4.4). Cela souligne une tendance certaine à la spécialisation pour ces groupes.

Tableau 4.4 :
Variation négative de l'indice d'entropie entre 1994 et 1997

Variation négative de l'indice d'entropie entre 1994 et 1997	Nombre de groupes
De 0 à -2%	2
De - 2% à - 4%	2
De - 4% à - 6%	4
De - 6% à - 8 %	1
De - 8% à - 10%	0
> à -10%	7
Total	16/19

L'augmentation de l'indice d'Herfindahl et la baisse simultanée de l'indice d'entropie confirme la tendance au recentrage pour la majorité des groupes. Cette évolution inverse des indices met en évidence :

- soit une réduction du nombre d'activités par groupe, par la vente de branches complètes ou partielles d'activité

- soit une croissance d'une plus grande part du chiffre d'affaires dans une activité spécifique. Cette deuxième explication semble être plus pertinente puisque seulement deux groupes ont réduit de manière significative le nombre de leurs activités.

L'évolution des indices de concentration confirme la politique officielle de recentrage entamée par ces groupes. Cependant pour 3 groupes, le calcul des indices est en opposition avec le discours officiel d'une tendance au recentrage. En effet, l'indice d'Herfindhal est en baisse tandis que celui de l'entropie est en hausse (tableau 4.5).

Tableau 4.5 :
Evolution des indices (94/97) de concentration

	Evolution de l'indice d'Herfindhal 94/97 (%)	Evolution de l'indice d'entropie 94/97 (%)
Rhône-Poulenc	-12,10	+8,28
Saint Gobain	-16,63	+16,33
Lyonnaise des Eaux-(Suez)	-16,94	+6,85

Ces résultats signifient que ces groupes ont augmenté le nombre de leurs activités. Cependant, la croissance du nombre d'activités peut avoir deux significations différentes mais complémentaires :

- soit le groupe concerné s'oriente réellement vers une stratégie de diversification totale et acquiert des actifs non liés à ses métiers de base,

- soit le groupe continue son développement dans sa zone de compétence tout en acquérant des actifs liés à son savoir-faire ; on parlera alors de diversification liée. Nous verrons que ce type diversification ne s'oppose pas forcément à une tendance au recentrage si les activités créées ou achetées sont complémentaires des activités déjà existantes. Le recentrage existe si la trajectoire du groupe est passée d'une diversification non liée à une diversification liée, et seulement dans ce cas précis (Markides - 1996).

Cependant cette apparente contradiction entre la réalité et le discours officiel amène à envisager plusieurs explications :

☛ La phase de recentrage s'est déclenchée après 1994, ce qui amène à calculer la variation des indices de concentration entre la date réelle du début du recentrage et 1997.

☛ Le découpage des activités du groupe n'est pas assez précis, ce qui pourrait fausser le calcul des indices de concentration. En outre, l'indice d'entropie est plus un indicateur de dispersion que de diversité, et il évolue en fonction de l'équilibre des activités : une augmentation de l'indice peut refléter alors une diversification aussi bien qu'un rééquilibrage de l'activité⁸.

☛ La norme sur laquelle ont été calculés les indices est le chiffre d'affaires. D'autres normes peuvent être choisies tels que la valeur ajoutée ou le résultat opérationnel. Ce choix d'une norme différente pourrait avoir une incidence conséquente sur l'évolution des indices de concentration.

☛ Enfin, si les trois explications précédentes s'avèrent inexactes, il faudra alors s'interroger sur la qualité et la pertinence des discours officiels par rapport à la réalité du terrain.

Analysons en détail ces trois situations. Tout d'abord, prenons l'exemple du groupe Suez-Lyonnaise des Eaux.

⁸ En effet, pour un nombre d'activités constant, l'indice d'entropie augmente si le poids des activités se répartit de manière plus égalitaire. Cette situation peut faire référence autant à un recentrage par répartition plus uniforme du chiffre d'affaires, qu'à une diversification.

Ex : Suez Lyonnaise des eaux⁹

L'évolution des indices de concentration entre 1994 et 1997 indique une tendance certaine à une diversification des activités de la Lyonnaise des Eaux. Il n'y pas d'opposition entre le discours officiel et la réalité puisque la Lyonnaise des Eaux a opté jusque 1997 pour une stratégie de diversification.

Tableau 4.6 :
Evolution des indices de concentration
de la Lyonnaise des Eaux

Evolution de l'indice d'Herfindahl 94/97	Evolution de l'indice d'entropie 94/97
-16,94 %	+6,85 %

Le recentrage stratégique du groupe débute au 1^{er} janvier 1997 date à laquelle la Compagnie de Suez fusionne avec la Lyonnaise des Eaux. Cette fusion-absorption est l'une des premières étapes du recentrage du groupe Suez-Lyonnaise des Eaux autour des métiers de l'énergie, de l'eau, de la propreté et de la communication. Les instances dirigeantes précisent la ligne stratégique du groupe comme étant la recherche d'une maximisation de la rentabilité des capitaux investis dans des activités de plus en plus recentrées autour des quatre métiers du groupe.

... «Création de valeur, avec le recentrage, la croissance et le développement sont parmi les priorités de Suez Lyonnaise des Eaux depuis sa création. Elle fait partie de la culture du groupe et est aujourd'hui un état d'esprit partagé par toutes les filiales. Elle guide les choix stratégiques du Directoire et oriente les efforts des collaborateurs du groupe »...

Tiré du rapport annuel Suez Lyonnaise des Eaux ; p10

⁹ La fusion-absorption de la Compagnie de Suez par la Lyonnaise des Eaux pris effet le 1/01/97.

C'est seulement à partir du début de l'année 1997, que le groupe nouvellement constitué décide d'entamer une politique de recentrage. Il est bien sûr évident que les indices de concentration calculés avant cette date, indiquent une tendance réelle à la diversification¹⁰. Recentrage et croissance sont ici un objectif double pour le groupe. Suez Lyonnaise des Eaux se sépare d'activités non stratégiques et investit dans le cadre de sa politique de croissance externe dans les activités principales du groupe. Le calcul des indices de concentration souligne ce recentrage à partir de 1997 : l'indice d'Herfindahl subit une hausse de 27% tandis que l'indice d'entropie baisse de 4.5% entre 1997 et 1999 (tableau 4.7).

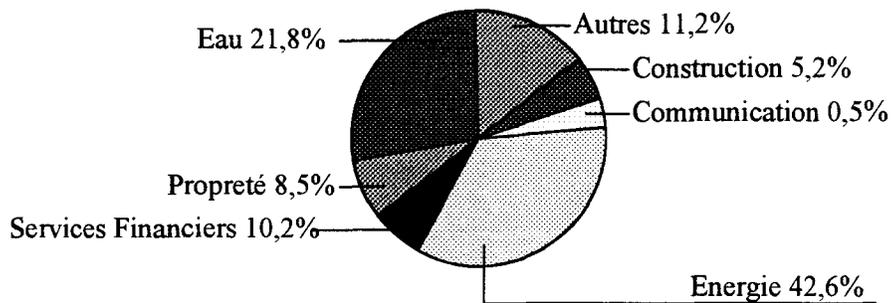
Tableau 4.7
Evolution (97/99) des indices de concentration (Suez-Lyonnaise des Eaux)

	Indice d'Herfindahl	Indice d'Entropie
1997	0.22	1.43853
1998	0.25	1.52573
1999	0.28	1.37387
Var 97/99	+27%	-4.50%

Le recentrage allié à la croissance permet une hausse significative du chiffre d'affaire : « En 1998 le chiffre d'affaires (205,7 milliards de francs) progresse de 8% par rapport à 1997. La part du C.A dans les métiers centraux augmente pour sa part de 17% à 140,5 milliards de francs principalement grâce à la poursuite du développement international du groupe. Tous les métiers connaissent une croissance organique significative notamment les métiers centraux qui ont progressé de 6,4% en 1998 ». Grâce aux efforts de recentrage, les quatre métiers centraux représentent 68% du chiffre d'affaires total, 77% du résultat brut d'exploitation et concentrent 73% des capitaux employés en 1998 (figure 4.2).

¹⁰ Le recentrage stratégique du groupe débute à cette même date ce qui oblige à le sélectionner dans notre échantillon des groupes ayant opté pour une recentrage entre 1/1/94 et 31/12/97. Il est évident que si nous voulons l'inclure dans l'étude de la performance post-recentrage, la date de début de recentrage qui sera prise en considération sera le 1^{er} janvier 1997.

Figure 4.2 :
Répartition des capitaux employés
par activité (Suez lyonnaise des Eaux-1998)



Exemple de Rhône-Poulenc

La stratégie de Rhône-Poulenc depuis le début des années 1990 est l'exemple même d'un recentrage liant les cessions d'actifs non stratégiques et les acquisition d'actifs liés au métier de base du groupe (les sciences de la vie). Ce recentrage s'identifie ici par une stratégie de diversification liée, laquelle permet au groupe d'acquérir d'années en années des actifs liés aux sciences de la vie, métier principal du groupe. Cette opposition apparente entre les termes de « recentrage » et de « diversification » s'efface si l'on considère le recentrage comme une trajectoire stratégique en quête d'une synergie commune pour l'ensemble des activités du groupe. Le recentrage s'identifie alors à différentes trajectoires faisant évoluer les frontières du groupe en fonction des activités privilégiées par le recentrage (tableau 4.8) :

Tableau 4.8 :
Evolution des frontières lors du recentrage d'activités

1	Activités non reliées à ...	Une activité unique Une activité dominante Une activité reliée (ex Rhône-Poulenc)
2	Activités reliées à ...	Une activité unique Une activité dominante
3	Activité dominante à ...	Une activité unique

La diversité des trajectoires est signalée par de nombreux auteurs (Bastch (92)-Markides-(96)). En effet, « ... le recentrage s'est imposé aux firmes par-delà la diversité de leurs trajectoires. Il traduirait donc la pression d'une force de gravitation sur le déploiement de la gamme d'activités. Cette force a souvent été désignée comme la quête de synergie. Elle est aujourd'hui évoquée comme l'influence du métier. On comprend que cette influence ne soit pas seulement présente dans les stratégies de spécialisation, mais qu'elle s'exerce aussi sur certaines stratégies de diversification, dans la mesure où celles-ci offrent un caractère de complémentarité » (Batsch-92-)¹¹.

L'exemple de Rhône-Poulenc illustre parfaitement cette pensée. Le calcul des indices de concentrations entre 1995 et 1997 fait apparaître une évolution inverse, très faible cependant, des deux indices (tableau 4.9). La baisse sensible de l'indice d'Herfindahl et la hausse simultanée de l'indice d'entropie indique une diversification sensible du groupe. Mais y-a-t'il réellement une contradiction entre ces chiffres et le discours officiel du groupe Rhône-Poulenc ?

Tableau 4.9
Evolution des indices de concentration entre 95 et 97
de rhône-Poulenc

	Indice d'Herfindahl	Indice d'Entropie
1995	0.36907	1.10558
1996	0.36019	1.10679
1997	0.36337	1.09929
Var 95/97	-1.54%	+0.39%

¹¹ Laurent Bastch – p2

Si l'on se réfère à Batsch (1992), le recentrage, *« défini comme une pression agissant à travers diverses stratégies de base, devient l'expression d'une tendance fondamentale qui ramène chaque groupe à une exigence d'unité industrielle »*. Cette unité industrielle appelle une réflexion sur la cohérence industrielle et les complémentarités internes du groupe. Selon l'auteur, le recentrage peut s'identifier à une trajectoire de diversification, si celle-ci permet d'accroître les activités déjà existantes et que la croissance se fait dans des activités complémentaires aux activités de base. On peut alors parler de croissance externe, par diversification liée.

Rhône-Poulenc est passé d'une diversification non liée à une diversification liée (tableau 4.8) ; cette trajectoire s'est dessinée au cours de la décennie 90, dans un mouvement de recentrage réalisé en plusieurs étapes et combinant des opérations de désinvestissements d'actifs non stratégiques et d'investissements d'actifs dans les métiers principaux du groupe (« les sciences de la vie »).

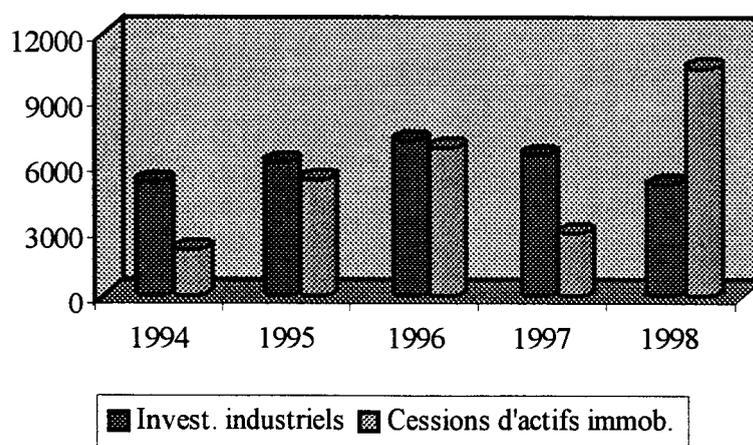
La première étape est la restructuration du portefeuille d'activités du groupe autour de trois pôles d'activités : la pharmacie, les sciences de la vie et les spécialités chimiques. Au milieu des années 1990, Rhône-Poulenc se concentre sur les « sciences de la vie » qui regroupent la « santé humaine, végétale et animale » et la « chimie de spécialité », avec sa filiale Rodhia. Enfin, 1998 marque l'année où le groupe recentré est alors mature pour continuer sa stratégie de croissance. Cette croissance se construira par la fusion des activités Sciences de la Vie de Rhône-Poulenc et de Hoechst au sein d'une société commune appelée Aventis (fusion réalisée en 1999). La fusion entre ces deux sociétés est concentrée sur l'activité unique « Sciences de la vie » qui regroupe les activités « santé humaine et végétale » et « Pharmacie » ; les deux partenaires se désengageant de leurs activités respectives non liées aux Sciences de la Vie. Par exemple, le capital de la filiale Rodhia qui rassemble les activités de spécialités chimiques est mis en bourse à hauteur de 32.6% en 1998. Le but est de faire en sorte que cette entité puisse se doter de moyens propres afin de se développer sur le long terme.

Tableau 4.10 :
Principales acquisitions réalisées entre 1994 et 1998

Dates	Acquisitions	Coûts (en milliards)
<i>Secteur Pharmacie</i>		
1994	Acquisition de la Coopération pharmaceutique Française, distributeur français de produits d'automédication	2,3 milliards FF
	Absorption par voie de fusion de l'Institut Mérieux, auparavant détenu à 50,889%	6,8 milliards FF
1995	Acquisition par Rhône-Poulenc Rorer de Fisons plc, société pharmaceutique britannique	1,8 milliards GBP
1997	Achat des intérêts minoritaires de Rhône-Poulenc Rorer Inc., représentant 32% du capital	4,3 milliards USD
<i>Secteur Santé végétale et animale»</i>		
1995	Acquisition par Rhône Mérieux des activités de santé animale de Sanofi en Amérique du Nord et du Sud et en Asie	Non communiqué
1996	Acquisition de 25% du capital de CFPI	128 millions FF
1998	Acquisition de la société coréenne Chun Jin Ltd	180 millions FF
1996	Achat de 50% de Kofran à Oriental Chemical Ind. Puis prise de participation à hauteur de 100%	357 millions FF
1998	Achat de 50% de Novalis & Nyltech à SNIA pour porter la participation à 100	Non communiqué

Toutes ces acquisitions se font dans le secteur d'activité privilégié du groupe « les sciences de la vie ». Cependant, le montant « *des investissements industriels entre 1996 et 1998 est en net recul, ce qui confirme la tendance à la rationalisation de la politique d'investissement du groupe* »¹². De plus le montant des cessions industrielles suit une courbe ascendante, passant de 2.105 millions de francs en 1994 à 10.482 millions de francs en 1998 (Figure 4.3).

Figure 4.3 :
Evolution des investissements et des cessions industrielles (Rhône-Poulenc 1998)



¹² Rapport annuel 1998, p12.

L'importance des cessions (entre 1994 et 1998) dans l'activité considérée comme non stratégique (Rhodia), souligne le choix d'une politique financière restrictive pour Rhodia. Aucune opération d'investissement n'a été réalisée mais au contraire beaucoup d'opérations de désinvestissement ont été effectuées dans le but de créer une entité présentant des actifs homogènes et restreints afin d'ouvrir son capital sur le marché boursier (tableau 4.11). De plus, l'importance des cessions du groupe, tant en valeur qu'en quantité, démontre une volonté de clarifier l'ensemble de ses activités autour du pôle stratégique que sont « les sciences de la vie ».

Tableau 4.11
Principales cessions réalisées entre 1994 et 1998 de Rhône-Poulenc

Date	Cessions
	<i>Secteur pharmacie</i>
1994	Cession des activités OTC aux Etats-Unis
1995	Cession de la participation dans Lipha (43,57%)
1996	Cession de l'usine de Rochester Cession de PAS Berk (produits génériques) Cession de la division Instruments Scientifiques de Fisons Cession d'une partie de l'activité d'automédicamentation de Rhône-Poulenc Rorer en Europe
1997	Cession de Gerot
1998	Cession de deux usines fabricant des matières actives pour médicaments Cession d'IMTX, spécialisée dans les produits de transplantation
	<i>Secteur santé végétale et animale</i>
1996	Cession de l'activité semence de Clause Cession de Tolochimie
1997	Cession des herbicides phénoxyes Cession de l'activité diagnostic vétérinaire de Rhône Mérieux Cession de l'activité décoquinante et de la marque Deccox Cession de la participation dans CFPI
1998	Cession de Rhône-Poulenc Jardin
	<i>Rhodia (actif non stratégique)</i>
1995	Cession des activités acétiques européennes Cession des activités commerciales TDI Cession de Silicones EVC Japon et Etats-Unis Cession de Polypure
1996	Cession de la participation dans Rhône-Poulenc of Wyoming (51%) Cession de Can Brésil Cession de Rhône Poulenc films
1997	Cession de 50% de ChlorAlp Cession de Rhône-Poulenc Thann et Mulhouse Cession de Donau-Chenie
1998	Cession des activités injection-soufflage pour bouteilles Cession des activités fibres acryliques Crylor Cession des activités film polyester Brésil et Etat-Unis Cession de l'activité polyester Europe Cession des activités additifs papier et autres produits pour l'industrie minière en Amérique du Nord Cession de site industriel de fabrication de Tergal Fibres de Gauchy

Exemple de Saint Gobain

Un autre exemple d'un groupe diversifié optant pour une stratégie de développement et de croissance autour de quelques pôles d'activités est celui de Saint Gobain. Ce groupe a opté pour une trajectoire stratégique similaire à celle de Rhône-Poulenc. En effet, la restructuration de Saint Gobain menée lors de la décennie 1986-1996 « *s'est appuyée sur deux idées forces : construire la croissance dans la cohérence d'une politique de leadership autour des matériaux technologiques et répartir les risques à la fois sur le plan géographique et en termes de marchés finaux et de métiers* ». En 1986, nous sommes en présence d'un groupe industriel diversifié qui opte pour une politique stratégique de croissance par diversification liée aux métiers définis comme fondamentaux. Pendant une décennie, les frontières et le contenu du groupe ont subi d'énormes changements : de multiples opérations de recentrage par cession d'activité ont été effectuées ainsi que de nombreuses acquisitions dans les métiers fondamentaux. « *En dix ans, le groupe s'est séparé d'activités qui représentaient plus de la moitié de son chiffres d'affaires de 1986. Les activités conservées représentent environ 40% du périmètre de 1997, tandis que 60% du C.A 1997 proviennent d'acquisitions majeures. En regard de la sortie complète de plusieurs métiers (Entreprises, Papier-Bois, Mécanique et Compteur, Services de la Cise), de nouveaux métiers sont entrés dans le périmètre (Abrasifs, Céramiques, Distribution spécialisée et Matériaux de construction)* ».

Les cessions réalisées entre 1986 et 1997, pour un montant de 40 milliards de francs d'actifs avaient pour but de poursuivre l'effort de recentrage des métiers dans l'axe stratégique du groupe. Les acquisitions d'un montant global de 60 milliards de francs sur la même période répondaient à « *l'exigence de concentration sur les métiers choisis, afin de développer des positions de leadership et atteindre une taille globale crédible, tout en maintenant une cohérence nécessaire par la maîtrise d'un nombre limité de métiers...* ».

Cet exemple permet de souligner, de nouveau, l'ambivalence du terme « recentrage », lequel peut prendre plusieurs significations selon la voie stratégique suivie par le groupe. Le recentrage est facilement décelable lorsqu'il signifie une restriction de gamme d'activités du groupe ; le calcul des indices de concentration montrent une entropie en baisse et un indice d'Herfindahl en hausse. Il devient plus difficilement repérable par les indices lorsque la tendance se fait sur très longue période, avec une évolution de la définition des métiers dits stratégiques pour le groupe. Des métiers disparaissent et d'autres apparaissent ce qui implique d'importants changements de frontières et de contenu dans les activités du groupe. A ce titre, l'évolution des indices de concentration ne reflète pas toujours la réalité.

Conclusion sur le sous-échantillon : les « groupes recentrés »

Les firmes recentrées ont en majorité eu tendance à se spécialiser sur quelques activités de base (7/20). Ces groupes se sont recentrés par une répartition plus uniforme de leur chiffre d'affaires autour de leurs activités de base. Certaines (4/20) ont néanmoins préféré opter pour une croissance externe par diversification liée ; elles ont en effet conjugué le recentrage avec l'acquisition d'activités complémentaires à leur métier de base.

Le reste de l'échantillon

Ces groupes ont été choisis parce qu'ils n'ont pas entrepris « officiellement » de recentrage stratégique. En effet les rapports annuels et communiqués de presse entre 1994 et 1997 ne soulignent aucune volonté de recentrage de la part de ces groupes. De plus, les annonces de presse de désinvestissement d'actifs pendant cette période n'assimilent pas ces opérations à des opérations de recentrage.

Tableau 4.12 : Calcul des indices de concentration entre 1994 et 1997 pour le reste de l'échantillon

Les autres groupes de l'échantillon				
N°	NOM	Evolution de l'indice d'Herfindhal 94/97 (%)	Evolution de l'indice d'entropie 94/97 (%)	D*, R**, =***
1	Air Liquide	8,64	-8,97	R
2	Aérospatiale Matra	19,26	-10,93	R
3	Bouygues	-19,24	24,14	D
4	Bongrain	0,37	-0,98	=
5	Canal Plus	-7,54	7,20	D
6	Carrefour	NS	NS	=
7	Clarins	-30,38	35,83	D
8	France Télécom	-14,90	12,49	D
9	L'oréal	-0,74	2,13	=
10	LVMH	-9,52	7,29	D
11	Michelin	2,43	-38,89	R
12	Pinault-Printemps-La Redoute	-6,09	6,92	D
13	Psa-Peugeot	-5,55	60,44	D
14	Renault	2,36	-4,92	=
15	Seita	1,13	-1	=
16	Thomson CSF	7,74	-3,1	R
17	TotalFina	-4,90	4,64	D
18	Valéo	-0,16	33,4	D
19	Vallourec	1,68	-0,36	=
20	Vivendi	0,01	2,28	=
21	Carbonne Lorraine	-22,83	18,30	D

*D : Groupes Diversifiés

**R : Groupes Recentrés

*** = : Groupes avec une stratégie similaire

L'évolution générale des indices de concentration souligne que :

- 10 groupes cumulent un indice d'Herfindahl en baisse et un indice d'entropie en hausse. Ces groupes sont en phase de diversification. Il est important de souligner la hausse conséquente de l'indice d'entropie en valeur (+42.67%) et en nombre (11 groupes sur 20).

- 7 groupes ont des indices qui ne varient pas ou très peu. Ces groupes n'ont pas effectué de changement stratégique important.

- 4 groupes présentent une évolution de leurs indices qui laissent à penser qu'ils sont en voie de recentrage. Ces groupes sont Air Liquide, Matra, Michelin et Thomson.

Avant de s'interroger sur ces 4 groupes, qui semblent s'être recentrés alors qu'ils ne l'ont pas officiellement annoncé, présentons un exemple d'une stratégie de diversification au sein de l'industrie du luxe, avec le groupe LVMH.

Exemple LVMH : Stratégie de diversification au sein de l'industrie du luxe

LVMH a opté depuis sa création¹³ pour une stratégie de croissance externe par diversification dans l'industrie du luxe. LVMH leader mondial des produits de luxe fédère un ensemble de métiers et de marques appartenant à l'univers du luxe et du prestige, organisé par branches d'activité (au 31/12/97):

-
- Champagnes et vins (15,5%) : Moët & Chandon, Veuve Clicquot, Pommery, etc...
 - Cognac et spiritueux (10,4%) : Hennessy, F.O.V, Hine, etc...
 - Bagages et maroquinerie (25,2%) : Louis Vuitton, Loewe, Berlutti, Céline, etc...
 - Parfums et cosmétiques (19,2%) : Christian Dior, Guerlain, Givenchy, Kenzo ...
 - Distributions sélectives (29,6%) : DFS, Séphora
 - Autres activités (1%) : couture, joaillerie (Fred), presse économique.
-

L'évolution des indices confirme cette stratégie entre 1994 et 1997 :

¹³ 1743 : création de la maison Moët et Chandon (production de champagne)

Tableau 4.13 :
Evolution des indices de concentration de LVMH entre 1994 et 1997

	Evolution de l'indice d'Herfindahl 94/97 (%)	Evolution de l'indice d'entropie 94/97 (%)
LVMH	-9,52	7,29

Quelques faits entre 1993 et 1997 présentés ci-dessous soulignent l'importance de la diversification des activités.

1993	<ul style="list-style-type: none"> - Acquisition de Christian Lacroix, Kenzo et Berluti - Cession de Roc, - Création de Christian Lacroix Maroquinerie - Prise de contrôle à 55% de Desfossés International (éditeur de la Tribune Desfossés et de l'Agefi) et d'Investir (hebdomadaire financier)
1994	<ul style="list-style-type: none"> - Acquisition par Guinness Plc de 34% dans Moët Hennessy, - Prise de contrôle de Guerlain, - Augmentation de la participation dans Investir - Cession de Henriot (champagne)
1995	<ul style="list-style-type: none"> - Augmentation de la participation dans Fred Joailler (de 30% à 71%) - Cession de Delbard
1996	<ul style="list-style-type: none"> - Prise de contrôle à 99% de Loewe (Espagne), - Prise de contrôle à 100% de Guerlain et de Fred Joailler, - Acquisition de Céline - Diminution de la part dans Guinness à 21%
1997	<ul style="list-style-type: none"> - Acquisition de Marie-Jeanne Godard - Cession de Père Magloire, de Champagne de Vénoge - Acquisition de Laflachère (société mère de La Brosse et Dupont)

Les perspectives de LVMH dans les années futures (à 5 ans) restent selon la direction sur la voie de la croissance diversifiée au niveau national mais aussi à l'international. En effet, LVMH (selon le rapport annuel 1998) souhaite étendre à l'international les différentes activités du groupe afin de renforcer ses positions dans les pays où jusqu'à présent LVMH était peu implanté et qui représentent un potentiel de croissance. Comme de nombreux groupes français (L'oréal, Saint Gobain, Valéo etc...) la diversification à l'international est une étape obligée de la croissance. Cette croissance externe est sélective et se centralise sur les métiers existants. L'objectif pour ces groupes est d'optimiser la création de valeur pour l'actionnaire en grandissant dans les métiers maîtrisés et à fort potentiel de rentabilité.

L'évolution des indices de concentration (var 94/97) indique que quatre groupes de l'échantillon se recentrent entre 1994 et 1997, alors qu'officiellement aucune annonce n'a été faite à ce sujet. Ces groupes sont : **Air liquide, Aérospatiale Matra, Michelin et Thomson CSF**. Le calcul de l'indice d'Herfindahl de 1994 à 1997 est donné par le tableau 4.14 :

Tableau 4.14 :
Evolution de l'indice d'Herfindahl de 1994 à 1997 pour les groupes Air Liquide, Aérospatial Matra, Michelin et Thomson CSF

	1994	1995	1996	1997	Evol 94/97
Air Liquide	0.563	0.5645	0.5924	0.6133	+8,74%
Aérospatiale Matra	0.3596	0.3755	0.3686	0.4289	+19,27%
Michelin	0.9493	0.9550	0.9704	0.9724	+2,43%
Thomson CSF	0.2106	0.2088	0.2097	0.2269	+19,27%

L'indice d'Herfindahl subit une croissance plus ou moins importante selon les groupes (Air Liquide, +8,7% ; Aérosp. Matra, +19% ; Michelin, +2% ; et Thomson CSF, +19%). Cela signifie que ces groupes réalisent une plus grande part de leur chiffre d'affaires sur une même activité. **Cette augmentation est-elle synonyme d'un recentrage stratégique « non officiel » ou est-elle due à des évolutions conjoncturelles impliquant une croissance du chiffre d'affaires d'une activité particulière du groupe ?**

Afin de répondre à cette question, nous analysons l'évolution du chiffre d'affaires, le montant des investissements et des cessions réalisés entre 1994 et 1997. En phase de recentrage, les entreprises ont une caractéristique commune, celle d'opérer des désinvestissements dans les branches d'activité les moins stratégiques du groupe (par hypothèse ici, celles qui ont un poids faible en chiffre d'affaires). Les quatre groupes concernés peuvent être classés, en fonction de la répartition du chiffre d'affaires en deux sous-groupes : -un sous-groupe dont le chiffre d'affaire est déjà fortement concentré sur un activité principale (Michelin et Air Liquide), et,

- un sous-groupe dont la répartition du chiffre d'affaires est très dispersé entre de multiples activités (Aérospatiale Matra et Thomson CSF).

Michelin

Les indices de concentration indiquent une tendance au recentrage (tableau 4.14). Or, plus de 97 % le chiffre d'affaires de Michelin se concentre à plus de 97% sur l'activité principale « pneus et roues » entre 1994 et 1997 (tableau 4.15). Le solde du chiffre d'affaires (1,4% en 1997) concerne le caoutchouc manufacturé, les plastiques ainsi que les cartes et les guides. Ces activités sont regroupées dans le pôle « autres ».

Tableau 4.15 :
Extrait des rapports annuels Michelin (de 1994 à 1997)

Michelin	1994	1995	1996	1997
Pneus et roues	65473	64589	70177	78576
Autres	1748	1521	1069	1116
CA total	67221	66110	71246	79692
<i>C.A « Pneu et roues » en %</i>	<i>0,974</i>	<i>0,977</i>	<i>0,985</i>	<i>0,986</i>

La décomposition et l'évolution du chiffre d'affaires entre 1994 et 1997 soulignent que l'activité « pneus et roues » augmente sensiblement tandis que les « autres activités » subissent une baisse. Cette croissance du chiffre d'affaires, due essentiellement à une conjoncture économique favorable (les ventes en volume augmentent de 7,9% en 1997), influence à la hausse l'indice d'Herfindahl du groupe. En effet, celui-ci croît si le groupe réalise une plus grande part de son chiffre d'affaires sur une même activité. Pourtant il serait inexacte d'en conclure que Michelin est en voie de recentrage.

De plus, les opérations d'investissement et de désinvestissement réalisées concernent essentiellement le secteur principal des pneus¹⁴. Une forte croissance du ratio Investissement/CA HT, de 20% en 1994 à 55,4% en 1997, indique une politique de croissance dans les activités de Michelin. Cette croissance concerne l'activité principale. On peut alors parler de croissance centrée avec une volonté d'autofinancement. Cet autofinancement est réalisé entre autre, par des cessions d'actifs périphériques mais concerne également des activités principales¹⁵. A ce titre, la trajectoire stratégique de Michelin ne s'apparente pas à recentrage d'activités.

¹⁴ Se référer pour les principales opérations d'acquisition et de cession aux différents rapports annuels de 1994 à 1997.

¹⁵ Fermeture en 1997 par Euromaster (réseau de distribution européen des pneus), de certains points de

Tableau n°4.16 :
Evolution des investissements et des cessions de Michelin

	1994	1995	1996	1997	Total cumulé
Montant des Investissements industriels	125 03	12 627	11 613	11 794	48 537
<i>INV/CA HT</i>	0,2085	0,2938	0,45156	0,5540	
Montant des Cessions	1 192	732	2 067	1 181	5 172

Air Liquide

Le chiffre d'affaires, en 1995, est déjà concentré à plus de 70% sur l'activité « gaz et services ». La croissance importante des investissements entre 1994 et 1997 a fait sensiblement augmenter le chiffre d'affaires sur l'activité « gaz et services ». Cette croissance du chiffre d'affaires implique une hausse de l'indice d'Herfindahl de +8,74% et une baisse simultanée de l'indice d'entropie de -8,97%. Cependant, Air Liquide n'apparaît pas être dans un processus de recentrage sur le long terme. Le groupe reste depuis de nombreuses années concentré sur son secteur d'activité principale avec des opérations d'acquisitions et de cessions liées à l'ensemble des activités qu'elles soient stratégiques ou non stratégiques.

Tableau 4.17 :
Evolution du C.A du groupe Air Liquide de 1995 à 1997

SECTEURS	1995	% 95	1996	1997	% 97
Gaz et Services	23594537	0,73	25981000	29566000	0,77
Soudage	3701735	0,12	3692000	4143000	0,11
Ingenierie/construction	1319749	0,04	1832000	1548000	0,04
Autres activités	3572979	0,11	2877000	3125000	0,08
Total	32189000		34382000	38382000	

Nous rappelons que les mouvements de recentrage se font sur une période plus ou moins longue ; ils peuvent être continus durant cette période ou être interrompus un certain laps de temps avant de se poursuivre. C'est pourquoi le terme de « tendance » au recentrage est préféré à celui de « stratégie de recentrage » (Batsch -1992).

Conclusion sur l'évolution des indices de Air Liquide et de Michelin

Dans le cas d'Air Liquide et de Michelin, le chiffre d'affaires se concentre de manière plus importante sur l'activité principale due à une amélioration des ventes, sans pour autant indiquer une trajectoire à long terme de recentrage avec une volonté de cessions des autres actifs.

Thomson CSF

Thomson est un groupe diversifié dans de multiples branches liées au domaine de l'électronique. L'évolution du chiffre d'affaires (1994/1997) indique une répartition plus uniforme de celui-ci autour des six secteurs de base. L'indice d'Herfindahl confirme cette tendance par une hausse de 7,7%. (tableau 4.17).

Tableau 4.18
Evolution du C.A de Thomson entre 1994 et 1998

Thomsom	1994	1995	1996	1997	1998
Systèmes aéroportés	9290	8680	9850	12575	6565
Syst. de communications	6120	5870	6250	5995	6008
Sys. de sécurité aérienne & de missiles	10820	10680	9980	10302	6036
Syst. d'information et de services	3580	3880	4230	3544	6959
Syst. avioniques	4630	4580	4490	4705	5342
Tubes, composants et divers	1948	1807	1471	1410	2928
Systèmes navals	-	-	-	-	4638
Optronique	-	-	-	-	2478

Cet exemple permet de souligner le constat suivant : le recentrage peut induire une répartition plus uniforme du chiffre d'affaires, cependant la réciproque n'est pas toujours vraie. En effet, nous sommes dans ce cas précis, face à une entreprise diversifiée, dont le chiffre d'affaires se répartit plus uniformément au niveau des branches d'activités pendant un certain laps de temps sans pour cela poursuivre une trajectoire de recentrage. En effet, Thomson accroît son portefeuille par l'acquisition de deux nouvelles activités en 1998, « les systèmes navals » et « l'optronique ». Le calcul de l'évolution de l'indice d'Herfindahl entre 1994 et 1998, indique alors une baisse de 32,9% ce qui confirme la diversification opérée en 1998.

Tableau 4.19
L'indice d'Herfindahl de Thomson entre 1994 et 1998

Thomson	H94	H95	H96	H97	H98
	0,2106	0,2088	0,209	0,2269	0,1412
				<i>Evol 97/94</i> +7,7%	<i>Evol 98/94</i> -32,9%

Cet exemple nous incite à rester prudent sur la signification des indices de concentration. Il est important de cumuler différents indicateurs permettant d'identifier une trajectoire de recentrage¹⁶. La sélection des 19 groupes « recentrés » s'est basée sur ces indicateurs dans l'ordre énoncé ci-dessous :

- des indicateurs officiels tels que l'annonce du recentrage faite par les instances dirigeantes du groupe au moment de l'assemblée générale,
- des annonces de presse indiquant la réalisation d'opérations de recentrage au niveau d'un groupe,
- et enfin, des mesures techniques tels que les indices d'Entropie et d'Herfindahl.

¹⁶ Ce cumul de différents indicateurs est d'autant plus intéressant à réaliser si l'on considère que le recentrage peut avoir commencé avant ou pendant la période d'étude (94-97), ce qui pourrait induire des erreurs d'interprétation au niveau des indices de concentrations. En effet, certains des groupes ont entamé un recentrage avant 94 et se trouvent peut être en situation terminale de recentrage au cours de la période d'étude (1994-1997). D'autres ont commencé à se recentrer à la fin de la période d'étude, ce qui implique de ne pas prendre en considération les indices avant cette date (ex : Suez-Lyonnaise des Eaux se recentre

Aérospatiale Matra

Aérospatiale Matra est spécialisé dans l'aéronotique (civile et militaire), les systèmes de défenses et l'industrie spatiale. Le groupe est articulé autour de quatre pôles dont le chiffre d'affaires progresse entre 1994 et 1997 comme le précise le tableau 4.19.

Tableau 4.20 :
Evolution du C.A et de l'indice d'Herfindahl entre 1994 et 1997
de Aérospatiale Matra

	1994	1995	1996	1997
Aéronautique	25822	27031	27329	34214
Missiles	4947	4107	3860	3208
Espace	8524	8612	10052	8623
Hélicoptères	9175	9391	9566	10191
Autres	95	85	78	57
<i>Indice d'Herfindahl</i>	<i>0.3596</i>	<i>0.3755</i>	<i>0.3686</i>	<i>0.4289</i>
				<i>évol (94/97) +19,2%</i>

En 1997, le chiffre d'affaires consolidé progresse de 10,6% à 56,3 MdF par rapport à l'année précédente. La progression du chiffre d'affaires de la branche Aéronautique (+25% à 34,2 MdF) et de la branche Hélicoptères (+7% à 10,2 MdF) a compensé le recul de la branche Espace (-14,2% à 8623 MdF) et de la branche Missile (-16,9% à 3208 MdF). Le recul de ces deux branches n'est pas un signe de recentrage stratégique sur les activités aéronautiques et Hélicoptère, mais s'explique par « *un décalage de facturations sur 1998 dans les activités satellites, et à la nouvelle baisse des activités balistiques et missiles tactiques ... De plus, le niveau de prises de commandes en 1997 des branches espace et missiles a progressé de 35 % par rapport à 1996, s'élevant à 13,5 MdF.* »¹⁷. Outre le décalage de facturation, le recul du chiffre d'affaires dans la branche espace (14,2%) est dû également à une baisse de facturation dans la vente des satellites.

à parti de 1997).

La progression de l'indice d'Herfindahl (calculé sur le critère du chiffre d'affaires) est la conséquence d'éléments conjoncturels (variation du prix de vente, décalage de facturation, conjoncture économique défavorable pour les ventes de missiles...) qui n'influencent pas la trajectoire stratégique du groupe. Matra reste un groupe diversifié autour de quatre pôles différenciés.

Conclusion sur l'échantillon global et comparaison avec les études antérieures

Si l'on compare l'ensemble de ces résultats avec ceux de Batsch (1992) et de Perdreau (1996), il apparaît une certaine évolution du phénomène de recentrage entre 1994 et 1997. En effet, nous rappelons que le recentrage durant la période 86-92 se traduit « *globalement par un rééquilibrage de l'importance relative des différentes activités exercées plutôt que par une spécialisation dans une activité* »¹⁸. La tendance lors de la fin de la décennie 90, souligne une spécialisation plus soutenue des groupes qui se recentrent¹⁹. Sur les 19 groupes en phase de recentrage, plus de la moitié se sont fortement spécialisés. Cette évolution globale du recentrage entre 86 et 97 ne semble pas incohérente si l'on considère les propos de Batsch (1992) qui envisage le recentrage non pas comme une stratégie mais plutôt comme une *trajectoire* sur longue période qui évolue en fonction des enjeux économiques recherchés par le groupe. Cette trajectoire peut prendre différentes formes telles que la croissance centrée, la spécialisation, ou encore la diversification liée. Les groupes industriels français ayant entamé un recentrage d'activités en rééquilibrant la part relative de leurs activités semblent dans le milieu des années 90 opter pour une plus grande spécialisation.

¹⁷ Détails relatifs à l'activité de Aérospatiale Matra sur la Base de données « DafsaPro ».

¹⁸ PERDREAU – « Désengagement et recentrage en France –1986-1992 » ; Finance contrôle stratégie – vol 1, n°2, juin 1998,p137-165.

¹⁹ L'échantillon de Perdreau est plus global et reprend environ 49 groupes industriels français recentrés ou non. Ces groupes ne sont pas tous repris dans l'échantillon de notre étude par conséquent, les deux échantillons ne sont pas tout à fait similaires et donc comparables.

Conclusion du Chapitre 4

Nous soulignons dans ce chapitre l'importance de cumuler plusieurs critères de détermination d'une trajectoire de recentrage. Ainsi, la seule prise en compte d'indices de concentration peut impliquer une mauvaise analyse de la situation stratégique du groupe. En effet, si le recentrage peut induire une répartition plus uniforme du chiffre d'affaires soulignée par la hausse de l'indice d'Herfindahl, la réciproque n'est pas toujours vraie.

C'est pourquoi nous avons préféré accumuler différents indicateurs permettant d'identifier de manière certaine les groupes en phase de recentrage. Ces indicateurs sont :

- des annonces de presse indiquant la réalisation d'opérations de recentrage au niveau d'un groupe,
- des indicateurs officiels telle que l'annonce du recentrage faite par les instances dirigeantes du groupe au moment de l'assemblée générale,
- et enfin, des mesures techniques tels que les indices d'Entropie et d'Herfindahl.

Les deux derniers chapitres de cette thèse présentent :

- d'une part, l'essai de typologie des recentrages industriels effectués en France entre 1994 et 1997 (chapitre 5), et d'autre part,
- l'effet du recentrage sur la performance financière des groupes industriels étudiés (chapitre 6).

CHAPITRE 5

ESSAI DE TYPOLOGIE DES OPERATIONS DE RECENTRAGE

Nous nous intéressons dans ce chapitre à deux aspects du recentrage : ses caractéristiques intrinsèques et celles induites par l'environnement concurrentiel.

Le premier point, objet de la première section, traite les aspects suivants du recentrage :

- les recentrages de type offensif ou défensifs,
- le lien entre le recentrage et le désendettement,
- les différentes formes de restructuration possibles au cours d'un recentrage,
- l'évolution des frontières du groupe, et
- l'évolution des charges de personnel.

La seconde section s'intéresse principalement aux relations entre le contexte concurrentiel et le recentrage. L'éclairage portera sur les points suivants :

- l'évolution du taux d'exportation en fonction de l'évolution de la moyenne sectorielle et du degré de concentration des secteurs concernés,
- l'évolution du taux de concentration et du taux d'importation

- Section 1- Les caractéristiques intrinsèques des opérations de recentrage

Nous proposons de déterminer les caractéristiques des politiques de recentrage réalisées entre 1994 et 1997. Cet essai de typologie découle des travaux de Batsch (1992). L'auteur décompose ainsi les politiques de recentrage selon trois caractéristiques :

- les politiques offensives ou défensives,
- les politiques d'internationalisation (par croissance externe pour une meilleure adaptation aux dimensions des marchés)¹, et enfin,
- les politiques d'intégration (différenciation, externalisation, diversification).

L'auteur se concentre ensuite essentiellement sur l'étude des caractéristiques communes des groupes ayant entamé des stratégies similaires (le recentrage est un exemple au même titre que la diversification). De nombreuses études se sont intéressées au repérage des caractères discriminants des groupes en phase de recentrage stratégique (Bastch - 1992, Hoskisson et Hitt - 1990 ; Markides - 1996 ; Liebeskind et Opler - 1995 ; Lichtenber - 1991...). Notre étude concerne, quant à elle, exclusivement les caractéristiques des politiques de recentrage, et non pas celles des groupes se recentrant. Notre réflexion se concentre sur les caractéristiques des politiques de recentrage en phase de réalisation entre 1994 et 1997.

¹ « L'intensité ainsi que l'orientation géographique des flux d'échanges internationaux évoluent. Parmi les principales transformations de la période contemporaine, la première tient au glissement dans la hiérarchie des puissances économiques (Japon et Allemagne vs USA). Ensuite, l'émergence de nouveaux pays industrialisés a modifié les conditions de la concurrence sur une série de marchés..., tandis qu'à l'autre pôle, l'endettement des pays en voie de développement a accru les risques sur leurs marchés. En troisième lieu, dans les Etats membres de la CEE, l'accélération de l'intégration économiques se traduit par des contraintes et des opportunités nouvelles pour les firmes. Enfin, l'ouverture des Etats d'Europe centrale à l'économie de marché et aux investissements étrangers apporte la dernière modification

1.1 Optique offensive ou optique défensive du recentrage

1.1.1 La dichotomie entre recentrage offensif et défensif

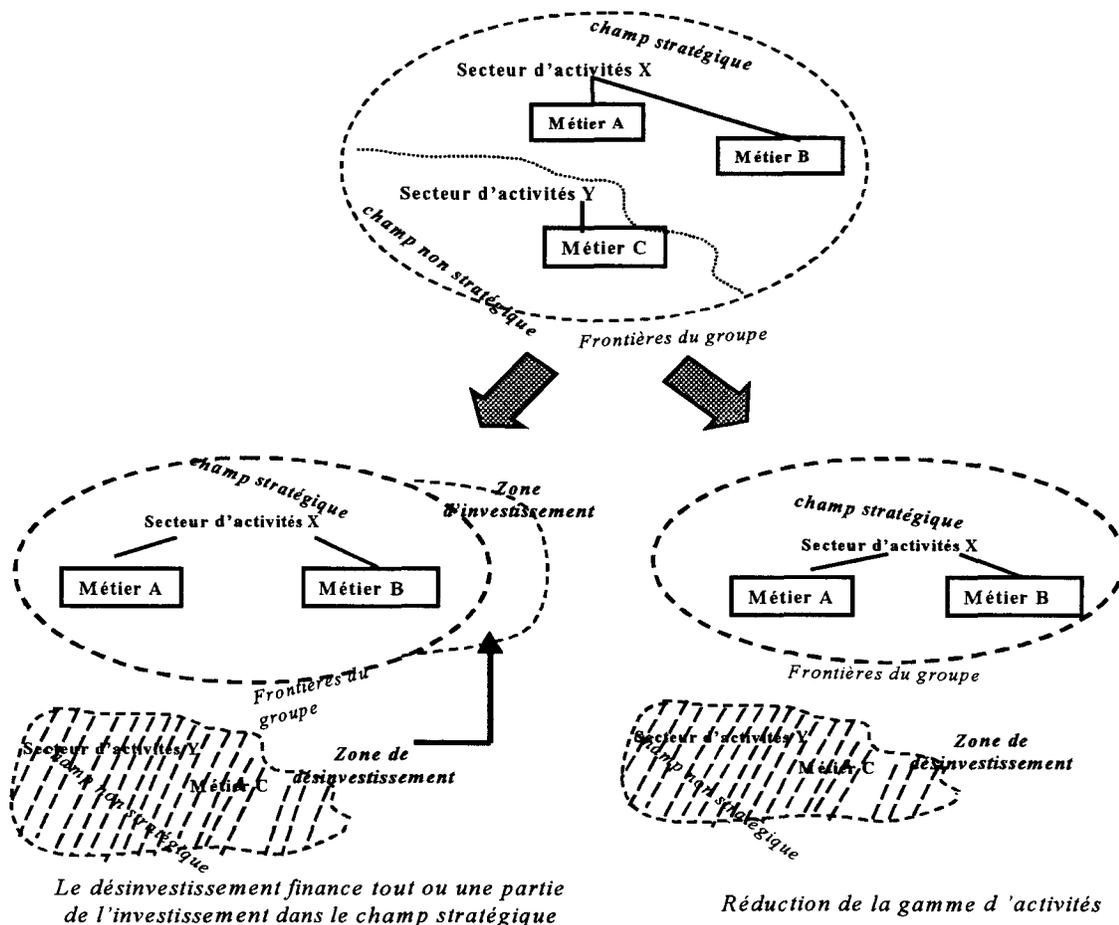
L'échantillon se compose de 19 groupes industriels français, dont certains se trouvent déjà en phase de recentrage au début de la période d'étude (1994), tandis que d'autres n'entameront le recentrage qu'au cours de la période 1994-1997. Le recentrage étant automatiquement lié à des opérations de désinvestissements, la date du premier désinvestissement est choisi comme la date du début de l'étude (tableau 5.1).

Tableau 5.1 :
Date du premier désinvestissement
au cours de la période 1994-1997

	Année du premier désinvestissement dans un but de recentrage	Période d'études
Alcatel	1996	1996-1997
Bolloré Technologie	1994	1994-1997
Chargeurs	1996	1996-1997
Ciments Français	1995	1995-1997
Danone	1994	1994-1997
Elf Aquitaine	1994	1994-1997
Eridania	1995	1995-1997
Fives-Lille	1996	1996-1997
La Rochette	1995	1995-1997
Lafarge	1994	1994-1997
Péchiney	1995	1995-1997
Pernod-Ricard	1994	1994-1997
Rhône-Poulenc	1994	1994-1997
Saint Gobain	1995	1995-1997
Strafor	1996	1996-1997
Schneider	1995	1995-1997
Sommer Allibert	1994	1994-1997
Suez-Lyonnaise des eaux	1996	1996-1997
Usinor	1995	1995-1997

La dichotomie entre le recentrage de type offensif et défensif (figure 5.1) s'explique par le fait que « les politiques de recentrage sont dépendantes des performances des firmes et subissent l'influence des conjonctures économiques. Le recentrage peut répondre à la pression directe de la contrainte financière : il prend alors la forme du désengagement défensif, de l'abandon d'une activité destinée à protéger les autres. Mais, il peut aussi s'inscrire dans un projet d'expansion, quand le groupe dispose des moyens financiers d'une politique offensive. Dans cette hypothèse, les politiques de recentrage combinent les désengagements avec des objectifs de croissance et de nouvelles implantations » (Batsch - 1992).

Figure 5.1 : Le recentrage offensif et défensif



Afin de déterminer les groupes en phase de recentrage offensif ou défensif, notre étude se base sur le fait que tout groupe en recentrage doit se séparer d'un nombre plus ou moins important d'actifs non stratégiques. Les cessions, tant en valeur qu'en quantité, ne sont pas un élément significatif pour identifier les types de recentrage. Seule, l'utilisation des ressources provenant des désinvestissements permet d'identifier les recentrages offensifs des recentrages défensifs. En effet, si la majorité des ressources perçues par les cessions d'actifs est investie dans de nouvelles activités liées aux métiers du groupe, on parle de recentrage offensif. Par contre, si les ressources du désinvestissement assurent seulement la pérennité des entités existantes, il s'agit alors de recentrage défensif.

Dans la réalité, peu de groupes indiquent de façon précise l'utilisation faite des ressources provenant d'une politique de désinvestissement. Afin de différencier les types de recentrage, il apparaît alors plus pertinent de se baser sur la politique d'investissement, et notamment sur l'évolution du taux d'investissement² défini par :

$$\text{Taux d'investissement} = \frac{\text{Montant des investissements productifs}}{\text{Valeur ajoutée hors taxe}}$$

2

La valeur ajoutée représente	le Chiffre d'affaires H.T + Production stockée + Production immobilisée - Achat de marchandises - Variation de stock (de marchandises) - Achats de matières premières et autres approvisionnements - Variation de stock (matières premières et approvisionnements) - Autres achats et charges externes*
Investissements industriels	Augmentation des immobilisations corporelles et incorporelles par acquisitions, créations, apports et virements de poste à poste - Immobilisations corporelles en cours par virement de poste à poste - Avances et acomptes sur immobilisations corporelles en cours par virement de poste

*Le poste « Autres achats et charges externes » représente (la sous-traitance + locations et charges locatives et de copropriété + rémunérations d'intermédiaires et honoraires + rétrocessions d'honoraires, commissions et courtages).

La méthodologie suivie est la comparaison de l'évolution du taux d'investissement par rapport à l'évolution moyenne du même ratio des secteurs industriels concernés, sur une même période. Afin de tenir compte des variations liées à la conjoncture économique, nous avons ajusté ces variations par leurs valeurs moyennes sectorielles. Ces valeurs sectorielles moyennes ont été déterminées à l'aide des « enquêtes entreprises » de l'Insee ; 13 activités principales sont distinguées³. La significativité des variations est obtenue par le test de rang signé de Wilcoxon⁴.

Un recentrage est considéré comme offensif si la variation ajustée du taux d'investissement est supérieure à la variation moyenne du taux d'investissement des secteurs concernés. Au contraire, il est considéré comme défensif si la variation ajustée du taux d'investissement du groupe est inférieure à la variation moyenne du taux d'investissement des secteurs concernés.

L'hypothèse testée découle des travaux classiques (Shleifer et Vishny - 1992, Brown, James et Mooradian - 1994, Asquith, Gertner et Scharfstein - 1991, Ofek - 1993), selon lesquels le recentrage concerne des groupes en situation financière difficile entraînant un désinvestissement important et une limitation du montant des investissements. Ces recentrages seraient donc de type défensif, ce qui nous amène à poser l'hypothèse H1 suivante :

H1 : la majorité des recentrages sont des recentrages « défensifs », qui impliquent une évolution (en %) du taux d'investissement inférieure à l'évolution moyenne (en %) des secteurs concernés.

³ L'annexe 2 présente la liste détaillée des nomenclatures des activités.

⁴ *La significativité des résultats est obtenue par un test de rang signé de Wilcoxon. Ce test de rang est basé sur l'hypothèse centrale d'une distribution symétrique des variations, ce qui n'est pas tout à fait le cas. Ce test doit donc être interprété avec prudence.*

$$\text{Soit } W_n^+ = \sum_{i=1}^N K_{it} 1_{R+}^+$$

où K_{it} est le rang de la rentabilité anormale du titre i à une date donnée t et, 1_{R+} la variable indicatrice égale à 1 si la rentabilité anormale est strictement positive, 0 sinon. Le test statistique associé s'écrit :

$$z = \frac{W_n^+ + \frac{n(n+1)}{4}}{\frac{1}{24}n(n+1)(2n+1)} \sim N(0,1)$$

1.1.2 Résultats : les opérations de recentrage de type défensif supplantent celles de type offensif

Le calcul de la variation du taux d'investissement se fait deux ans après la réalisation du désinvestissement. Le tableau 5.2 synthétise les résultats liés à l'hypothèse 1.

Tableau 5.2 : Evolution du taux d'investissement ajusté

Variations en %	Nombre d'observations	Moyenne	Médiane	Ecart type
Inv/V.A HT				
Variations ajustées(0+1)**	19	-5,03	-4,07	0,067
<i>Avec Rang négatifs</i>	5 ^a			
<i>Avec Rang positifs</i>	14 ^b			
Test de Wilcoxon basé sur les rangs négatifs Z= -2,495				
a évolution moyenne des groupes < évolution des secteurs concernés				
b évolution moyenne des groupes > évolution des secteurs concernés				
** Significativité au seuil de 95%				

Ce résultat indique que la majorité des recentrages stratégiques opérés au cours des années 90, suivent une optique défensive. En effet, si le taux d'investissement du secteur a augmenté de x% pour la période, celui des groupes en phase de recentrage connaîtra en moyenne une baisse de (x -5%) sur la même période. Ceci confirme la vision classique d'un recentrage ayant comme objectif principal la réduction des zones de compétence du groupe à ses savoir-faire principaux, en liant une politique de désinvestissement d'actifs non stratégiques et d'investissements modérée et réfléchie.

Cependant pour 5 groupes, le recentrage s'apparente à une politique offensive d'investissement dans les métiers de base. En effet si le taux d'investissement du secteur augmente en moyenne de x%, celui de ces groupes augmentera de (x + 23,68%) sur la même période (non significatif au vu du faible nombre d'observations). Ces groupes sont considérés comme effectuant un recentrage « offensive ».

La majorité des groupes (14/19) ont entamé un recentrage défensif : ils ont investi de manière moins importante que la moyenne sectorielle. Les autres groupes (5/19), quant à eux, développent un recentrage offensif : La croissance de leur taux d'investissement est supérieure à la croissance de la moyenne sectorielle concernée ; ces groupes sont Elf Aquitaine, Lafarge, Rhône-Poulenc, Saint Gobain et Sommer.

A noter que deux de ces groupes (Rhône-Poulenc et Saint Gobain) ont des indices de concentration induisant une diversification liée aux métiers de base de ces groupes⁵. La stratégie du groupe Elf Aquitaine sera présentée ultérieurement dans ce chapitre et soulignera la vision offensive de la stratégie du groupe.

⁵ Nous renvoyons le lecteur au chapitre 4 relatif au calcul des indices de concentration (d'Herfindahl et d'Entropie).

1.2 Lien entre recentrage et désendettement

1.2.1 Lien traditionnel entre le recentrage et le désendettement

Le choix de la norme, le taux d'investissement, a permis d'identifier les groupes en phase de recentrage, soit offensif soit défensif. La mise en évidence de cette dichotomie est nécessaire afin de mieux appréhender la relation classique qui lie le recentrage et le désendettement.

La littérature met en évidence que les groupes qui se recentrent sont des groupes avec un haut niveau d'endettement et un faible niveau de rentabilité. Le recentrage doit leur permettre d'une part de diminuer leur taux d'endettement et, d'autre part, d'améliorer leur rentabilité globale. Dans cette section, nous nous intéresserons exclusivement au lien entre désendettement et recentrage. **Ce lien est-il immuable ?**

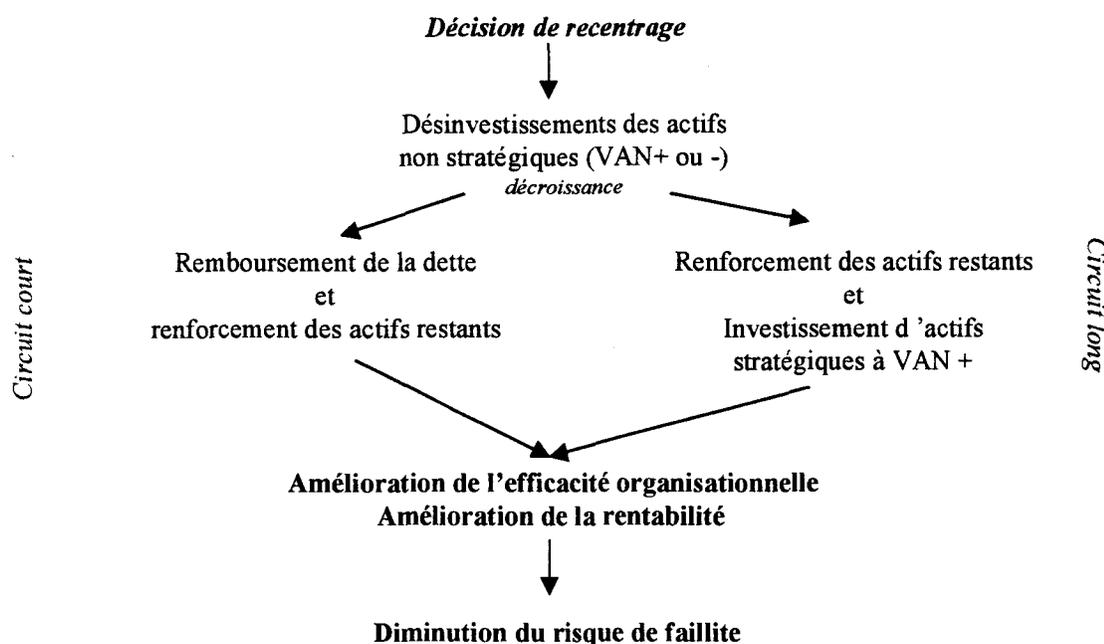
Une entreprise se recentre dans le but d'améliorer son efficacité opérationnelle (« *optique fonctionnelle structurelle* ») et de diminuer le risque de faillite lié à son taux d'endettement (« *optique fonctionnelle financière* »⁶). En fonction de l'utilisation des ressources provenant d'un désinvestissement massif d'actifs non stratégiques⁷, deux voies de réduction du taux d'endettement sont possibles :

- soit, ces ressources permettent de rembourser une partie de la dette et d'assurer la pérennité des actifs restants : c'est ce que l'on peut appeler le « circuit court » du recentrage,
- soit, ces ressources, tout en continuant de pérenniser les activités restantes, permettent également d'investir dans de nouveaux actifs stratégiques à création de valeur, permettant une meilleure rentabilité et une augmentation des fonds propres.

⁶ Patrick Sentis-« *Pourquoi les décisions de désinvestissement créent de la valeur* » -Revue Française de gestion- Janv-Fév 1999- p107.

⁷ A noter, que les actifs non stratégiques cédés peuvent être rentables (en phase de création de valeur) ou non rentables (en phase de perte de valeur).

Figure 5.2 : Les deux voies du désendettement



La diminution du risque de faillite, mesurée par la diminution du taux d'endettement (dettes financières/fonds propres et dettes financières/passif) est atteinte par deux circuits financiers complémentaires, lesquels nous renvoient toujours à une logique de recentrage soit défensive (circuit court) soit offensive (circuit long). La figure 5.2 souligne que ces deux circuits aboutissent, par des mécanismes financiers différents, à un résultat identique de réduction du taux d'endettement mesuré par le ratio dettes/fonds propres.

Le lien positif entre le recentrage et le désendettement est souvent mis en évidence dans les études empiriques⁸. Les groupes qui ont opté pour un changement de stratégie tel que le recentrage, sont souvent des groupes diversifiés avec un taux élevé d'endettement. Le recentrage apparaît alors, comme un moyen de se désendetter, en allouant les ressources provenant de la vente d'actifs non stratégiques au renflouement des capitaux propres.

⁸ Shleifer et Vishny (92), Brown, James et Mooradian (94), Asquith, Gertner et Scharfstein (91) et enfin Ofek (93).

Cependant, certaines études soulignent que des groupes, en phase de création de valeur et avec un taux d'endettement normal, optent pour un recentrage. D'autres facteurs, de types externes (juridiques, concurrentiels et financiers) décrit par Lichtenberg 1991), et Liebeskind et Opler (1995) sont à l'origine de ce changement stratégique.

Suite à ses travaux, nous cherchons de nouveau à analyser la relation qui lie traditionnellement le recentrage et le désendettement. Nous émettons alors l'idée que ce lien n'est pas immuable et qu'il évolue en fonction des changements environnementaux auxquels la firme est confrontée dans les années 90. L'objectif principal de maximisation de la rentabilité des capitaux (internes et externes) est toujours de mise, mais n'impliquerait plus forcément, un désendettement significatif du groupe. L'hypothèse suivante est alors émise :

H2 : La variation ajustée du taux d'endettement du groupe n'est pas inférieure à la variation moyenne du taux d'endettement des secteurs concernés, sur une même période

1.2.2 Résultats : le lien entre désendettement et recentrage n'est pas immuable

Pour répondre à cette interrogation, nous choisissons la méthodologie déjà décrite et suivie dans la section précédente. Nous comparons l'évolution du taux d'endettement à l'évolution du taux d'endettement de la moyenne sectorielle considérée sur une même période. Le calcul des variations se fait en fonction de :

- l'année suivant le désinvestissement [Var (0+1)] et,
- deux années suivant le désinvestissement [Var (0+2)].

Les résultats sont donnés dans le tableau 5.3 et amènent un élément de réponse à la question du lien, en apparence irréversible, entre le recentrage et le désendettement.

Tableau 5.3 :
Evolution du taux d'endettement ex-post des firmes

Variations en %	Nombre d'observations	Moyenne	Médiane	Ecart type
Dettes/Passif				
Variations ajustées 0+1**	26	+4,06	6,28	0,0964
Variations ajustées 0+2	15	+3,65	3,24	0,099
Dettes/FP				
Variations ajustées 0+1**	26	+20,60	12,99	0,478
Variations ajustées 0+2*	15	+24,48	6,34	0,609

*, ** : variation significatives au seuil de 90%, 95%, respectivement

L'endettement augmente significativement plus pour les groupes en phase de recentrage que pour les autres entreprises du même secteur. Ainsi si le taux d'endettement moyen (dettes/Fonds propres) du secteur a augmenté de x% pour la période (0+1), l'endettement des firmes se recentrant connaîtra en moyenne une hausse de (x+20,60%) sur la même période (0+1).

Cette hausse significative (au seuil de 95%) confirme l'hypothèse H2 et implique que les trajectoires de recentrage⁹ n'ont plus comme objectif principal la baisse du taux d'endettement du groupe. Une explication possible à cette évolution est que le recentrage est de moins en moins considéré comme une décision stratégique de repli de la part des groupes mais beaucoup plus comme une décision volontariste de changement, indiquant ainsi à l'ensemble des investisseurs la capacité de la firme à se restructurer en fonction des attentes des marchés (concurrentiels et financiers).

⁹ Les trajectoires concernent les groupes industriels français qui sont en cours de recentrage entre 1994 et 1997 (19 groupes au total).

1.3 Le recentrage et les différentes formes de restructuration

Nous avons répertorié les différents types d'investissement et de désinvestissement réalisés par les groupes en phase de recentrage entre 1994 et 1997¹⁰. Les investissements pris en compte concernent les activités principales du groupe, et participent à accroître le degré de concentration du groupe. Les désinvestissements sont, quant à eux, des opérations considérées par la presse spécialisée¹¹ comme des opérations de recentrage et concernent des actifs « non stratégiques », c'est à dire des actifs n'appartenant pas aux activités sur lesquelles le recentrage s'effectue.

Ces restructurations peuvent prendre trois formes principales en ce qui concerne la dé/croissance externe¹² :

- des transferts irréversibles d'actifs entre les partenaires,
- l'instauration de relations patrimoniales,
- des accords d'union contractuelle.

La croissance interne, qui se traduit principalement par la création d'actifs appartenant en totalité à l'entreprise, fait l'objet d'une autre catégorie.

Tableau 5.4 :
Les formes de restructuration en phase de recentrage

Transferts irréversibles d'actifs	Non/Instauration de relations patrimoniales	Dés/Accords d'union contractuelle	Croissance interne
<i>Investissement</i> Apports partiels d'actifs Absorption, Fusion	<i>Investissement</i> Prises de participation financières Création de filiales communes	<i>Investissement</i> Accords de distribution, Accords de production Contrats de recherche en commun	<i>Investissement</i> Acquisition d'outils de production
<i>Désinvestissement</i> Cession de branches complète ou partielle d'activités Scission	<i>Désinvestissement</i> Cession de participations	<i>Désinvestissement</i> Rupture d'accords Cessions commerciales	

¹⁰ Pour cela nous nous sommes reportés aux articles de presse relatant les investissements réalisés par les groupes de l'échantillon « recentré » dans leurs activités stratégiques. La presse consultée est Les Echos, le Monde et la Tribune entre 1994 et 1997. L'ensemble des investissements répertoriés dans la presse ont été vérifiés dans les rapports annuels de l'année concernée

¹¹ Les Echos, Le Monde, La Tribune.

¹² Denis Beau et Jean -Charles Sananes utilisent cette décomposition pour définir la croissance externe dans leur article « les opérations de croissance externe des entreprises françaises : constats et perspectives » - Revue d'Economie Industrielle - n°54, 4^{ème} trimestre 1990-p100-112.

Tableau 5.5 :
Opérations d'investissement et de désinvestissement réalisées
par les groupes en cours de recentrage (1994-1997)

Opérations	Investissement (en nombre)	Désinvestissement (en nombre)
OPA, Fusion , APA Scission d'entreprise	13	1
Prises de participation		
Achat.....	18	
Cession.....		25
Créations de filiales communes.....	14	
Accords de distribution et de production.....	10	
Rupture d'accord.....		2
Achat de branches d'activités complètes, de marque ...	9	
Vente de branche d'activités complètes, de marque		41
<i>TOTAL</i>	<i>64</i>	<i>69</i>

Le panel des opérations de restructuration au cours d'un recentrage stratégique est varié, mais privilégie au niveau des investissements les « prises de participations » et les « fusions- OPA » (plus de 50% des opérations réalisées) ainsi qu'au niveau des désinvestissements, les « ventes de branches complètes d'activités », suivies par les « cessions financières ». Il est intéressant de noter que les groupes cherchent des partenaires, le plus souvent étrangers, afin de faciliter la production de produits. Ces alliances stratégiques (création de filiales communes, accords de distribution et de production...), initialement réalisées par le groupe en phase d'expansion économique, est un phénomène nouveau au cours du recentrage.

Nous ne détaillerons pas de manière exhaustive ces différentes opérations permettant un recentrage stratégique. Chacune d'entre elles est largement étudiée dans la littérature financière et stratégique. Seules, deux techniques de restructuration nous apparaissent intéressantes et pertinentes à présenter, car peu utilisées dans le cadre d'un recentrage stratégique. Ainsi, la scission d'entreprise et l'ouverture du capital sont préférées à la vente d'activité.

1.3.1 L'ouverture du capital vs la vente d'activité

Afin de se séparer d'une branche d'activité non stratégique, certains groupes ne choisissent pas la vente (partielle ou complète) comme technique de restructuration. Ils optent pour une solution plus douce et moins radicale. Ils regroupent toutes les activités d'une même branche au sein d'une même filiale, dont le capital sera au fur et à mesure ouvert au public. L'avantage essentiel de cette technique est de bénéficier des résultats potentiels de la filiale pendant un certains laps de temps, et, de vendre ces parts au meilleur prix.

L'exemple le plus récent, est la création de Rhodia (1997), détenu à 100% par Rhône-Poulenc, dans le but de regrouper toutes les activités de chimie au sein d'une même structure, afin d'ouvrir son capital dans les années futures. Le recentrage de Rhône-Poulenc débute au début des années 1990. La firme restructure son portefeuille d'activités autour de trois pôles : la pharmacie, les sciences de la vie et les spécialités chimiques. En 1998, le recentrage renforcé sur les deux derniers pôles, Rhône-Poulenc fusionne avec Hoescht au sein d'une société commune appelée Aventis (fusion réalisée en 1999). Le nouveau groupe ainsi constitué décide de se concentrer essentiellement sur l'activité unique des « sciences de la vie » ; chacun des partenaires devant se séparer des autres activités non liées aux « sciences de la vie ».

En prévision de cette fusion et des restructurations inévitables qui en découlent, Rhône-Poulenc a regroupé, en 1997, au sein d'une filiale nouvellement constituée, Rhodia, toutes les activités périphériques de chimie. Rhodia est introduit en bourse en 1998 et poursuit simultanément la vente de ses activités non stratégiques :

- 16 cessions ont été réalisées dont 8 dans le domaine du polyester (Europe dont France, Brésil, et USA), et
- abandon de la production de bicarbonate de sodium (produits minéraux de base).

Figure 5.3 : Extrait du rapport annuel de Rhône-Poulenc

« Issue du rapprochement des secteurs Chimie et Fibres & Polymères de Rhône-Poulenc, Rhodia figure aujourd'hui parmi les plus grands groupes mondiaux de chimie de spécialités et occupe des places de premier rang sur le marché mondial de son activité principale. Organisé en cinq divisions : Organique Fine, Spécialités pour Produits de Consommation, Spécialités Industrielles, Polyamide, Services et Spécialités, Rhodia a réalisé en 1998 un chiffre d'affaires consolidé de 36,3 milliards de francs. Conformément à sa stratégie, Rhodia a poursuivi en 1998 son programme de recentrage vers des activités à forte valeur ajoutée et peu cycliques, et achève son désengagement des activités non stratégiques au premier rang desquelles le polyester ».

Cette option stratégique a l'avantage par rapport à une simple cession de faire bénéficier la maison-mère, des résultats bénéficiaires de la filiale et de vendre les parts au meilleur prix et sans précipitation. En effet, au vu de la contribution effective de Rhodia dans le résultat opérationnel de Rhône-Poulenc (tableau 5.6), il est plus intéressant pour le groupe, d'ouvrir petit à petit le capital de sa filiale, pouvant ainsi bénéficier des cash-flows dégagés par l'activité pendant un plus grand laps de temps.

Tableau 5.6 :
Rhodia – Résultats principaux (1996-1998)

Résultats de Rhodia <i>(hors éléments exceptionnels)</i>	1998 en MF	1997 en MF	1996 en MF
Chiffre d'affaires	36 323	38 076	35 390
Résultat opérationnel	2 191	1 601	889
Contribution aux ventes nettes du groupe	44,1 %	41,5 %	40,2 %
Contribution au résultat opérationnel	31,9 %	20,1 %	12,9 %

1.3.2 La scission d'entreprise vs la vente totale d'activité

Le 28 Février 1996, Chargeurs annonce publiquement sa scission en deux entités distinctes préexistantes : Pathé et Chargeurs International. L'opération de scission se caractérise juridiquement par :

- *un transfert de titres (actions ou parts sociales),*
- *la transmission universelle du patrimoine de la société apporteuse à la société bénéficiaire,*
- *l'échange de titres de la société bénéficiaire de l'apport contre les titres de la société apporteuse ou de la société qui disparaît,*
- *la dissolution sans liquidation de la société "apporteuse".*

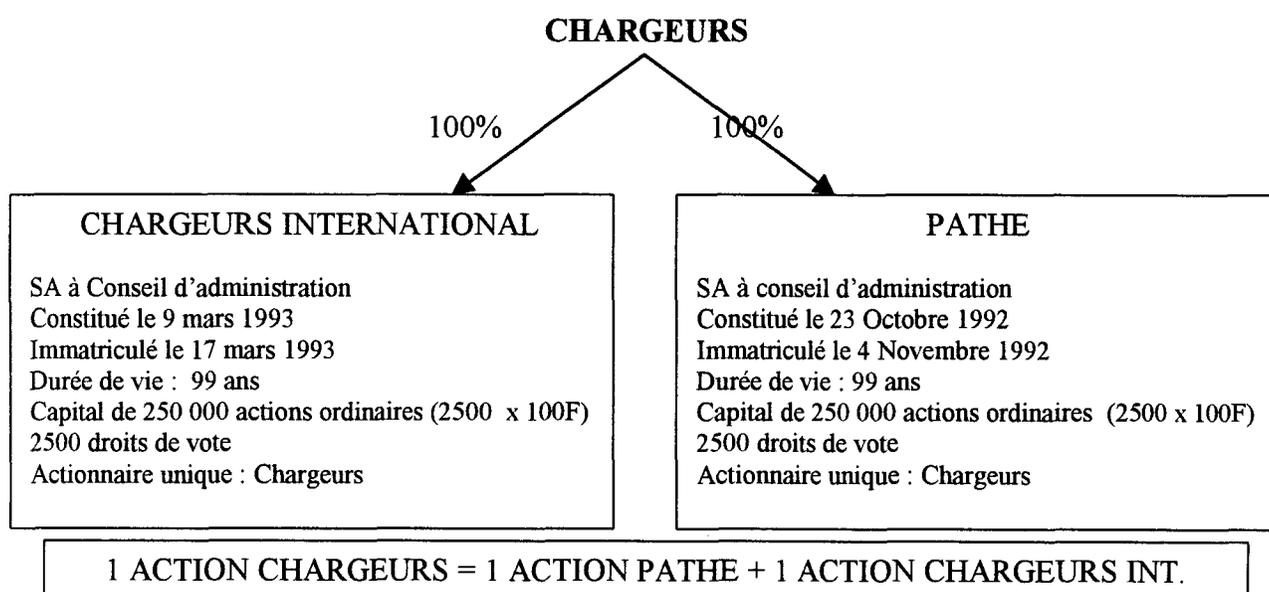
Chargeurs bénéficie des nouvelles dispositions de la loi de finance de 1995 permettant de bénéficier de plein droit du régime fiscal de faveur des fusions à condition que les trois critères suivants soient respectés :

- *la société scindée comporte au moins deux branches complètes d'activité,*
- *les sociétés bénéficiaires reçoivent chacune un ou plusieurs de ces branches d'activité,*
- *les actionnaires de la société scindée représentant 95% au moins du capital de cette société, doivent s'engager à conserver pendant cinq ans les titres qui leur ont été attribués proportionnellement à leurs droits dans la société scindée.*

Cet engagement de conservation des titres doit être respecté de façon continue pendant cinq ans suivant la scission. Il s'oppose à la cession ou au dessaisissement de tout ou partie des titres en cause. La scission de Chargeurs ne remplissant pas la troisième condition, Jérôme Seydoux, principal actionnaire de Chargeurs s'est engagé, à conserver ses titres pendant une durée minimum de 5 ans. Cet engagement a donné droit à Chargeurs de pouvoir bénéficier du régime fiscal de faveur des fusions-acquisitions.

Cette scission implique la transmission à titre universel de l'intégralité du patrimoine (actif + passif) de Chargeurs . Cette transmission se fait au titre de 2 sociétés préexistantes, détenues à 100% par Chargeurs : Pathé et Chargeurs International. A la réalisation de la scission (le 24-06-96), il sera remis pour une action de Chargeurs, jouissance 1^{er} janvier 1996, une action de Pathé et une action de Chargeurs International. La société-mère Chargeurs est alors dissoute sans liquidation.

Figure 5.4 : La scission de Chargeurs



Le patrimoine de la société-mère est alloué à Pathé et Chargeurs International selon les principes suivants :

- les actifs et les passifs affectés à chaque société sont directement rattachables à leurs secteurs d'activité respectifs. Les actifs apportés et le passif repris sont inscrits à leur valeur nette comptable au 31-12-95 dans le bilan de la société-mère.

- les actifs non directement rattachables à une activité sont affectés au prorata de l'affectation des actifs et passifs directement rattachables (soit Pathé = 54% et Ch. Int = 46%).

A l'issue de la scission, la situation des capitaux propres des 2 sociétés sont identiques. L'actionnariat de Pathé et de Chargeurs International est identique, puisque chaque actionnaire de Chargeurs a reçu une action Pathé + une action Chargeurs International (tableau 5.7).

Tableau 5.7 :
Situation patrimoniale des deux sociétés après la scission de Chargeurs

SOCIETE PATHE	Nombres de titres (en francs)	Capital social (en francs)	Prime de scission ¹³ (en francs)
Situation de départ	2500	250 000	
Apports - scissions	7 670 882	767 088 200	3 070 406 247
Annulation des 2500 actions Pathé apportées	(2 500)	(2 500)	
Situation après scission	7 670 882	767 088 200	3 070 406 247

SOCIETE CHARGEURS Inter.	Nombre de titres (en francs)	Capital social (en francs)	Prime de scission (en francs)
Situation de départ	2500	250 000	
Apports - scissions	7 670 882	767 088 200	2 516 985 557
Annulation des 2500 actions Chargeurs International. apportées	(2 500)	(2 500)	
Situation après scission	7 670 882	767 088 200	2 516 985 557

Les scissions apparaissent comme les techniques les plus extrêmes de recentrage. Elles se réalisent principalement lorsque le groupe possède deux activités non liées entre elles et ne dégageant aucunes synergies opérationnelle, organisationnelle ou financière. La technique de scission permet de satisfaire les investisseurs qui se désintéressaient de plus en plus du titre et de leur proposer une stratégie clarifiée leur permettant un investissement direct dans des activités homogènes.

¹³ La prime de scission est égale à la différence entre la valeur de l'actif net apporté par Chargeurs et le montant de l'augmentation de capital nominal destiné à rémunérer les apports.

1.4 Evolution structurelle des frontières lors du recentrage

1.4.1 Les évolutions principales

La décision de recentrage implique automatiquement une évolution des frontières du groupe en fonction des opérations de recentrage pratiquées¹⁴. Ces frontières se dessinent selon les investissements et les désinvestissements d'actifs ce qui permet d'identifier trois grandes transformations (tableau 5.8) :

- ☞ les groupes ayant des *activités non reliées*¹⁵ et voulant évoluer vers d'autres structures (activité unique, dominante ou reliée),
- ☞ les groupes à *activités reliées* évoluant vers un activité unique ou dominante,
- ☞ et les groupes à *activité dominante* et se déposédant des activités périphériques dans le but de restreindre leurs frontières à une activité unique.

Tableau 5.8 : Evolution des frontières du groupe

1	Activités non reliées à ...	Une activité unique Une activité dominante Une activité reliée
2	Activités reliées à ...	Une activité unique Une activité dominante
3	Activité dominante à ...	Une activité unique

¹⁴Sept principales opérations sont utilisées dans le cadre d'un recentrage d'activités : ventes, scissions, achats de filiales ou d'activité, fusions, prises de participation et accords inter-entreprises.

¹⁵ Nous appelons que par *activités non reliées* nous considérons les activités qui privilégient des savoir-faire et des métiers sans complémentarité industrielle, logistique ou commerciale. A l'inverse les activités sont considérées comme « reliées » si il existe au moins quelques complémentarités entre les activités du groupe. Enfin un groupe à *activité dominante* comme son nom l'indique est un groupe qui se centralise essentiellement sur un type d'activités mais qui ne néglige pas la possibilité de posséder quelques actifs périphériques sans complémentarités réelles. Le recentrage s'identifiera dans ce cas à une transformation des frontières d'une *activité dominante* vers une *activité unique* par la vente de la totalité des actifs périphériques.

Nous notons une certaine spécialisation des groupes qui passe pour une grande majorité d'entre eux d'une activité reliée vers une activité dominante (11/19) :

Tableau 5.9 :
Evolution des frontières des groupes recentrés entre 1994 et 1997

<i>Evolution des frontières stratégiques des groupes recentrés</i>	<i>Nombre de firmes</i>
De non reliée à une activité unique	0
De non reliée à une activité dominante	3
De non reliée à reliée	5
De dominante à une activité unique	0
De reliée à une activité dominante	11
De reliée à une activité unique	0
Total	19

 *Le passage d'activités non reliées à une activité unique, dominante ou reliée*

Celui-ci implique une restriction des frontières du groupe. Il peut être fait soit par la scission lorsqu'il s'agit de passer de deux activités (en règle générale) sans complémentarité opérationnelle ou commerciale à une activité unique¹⁶ ; soit par la vente des branches complètes d'activités qui ne correspondent plus au plan stratégique de la firme. La scission met en jeu des intérêts exclusivement interne à la firme et peut être réalisée dans un laps de temps plus ou moins court. La réalisation de la vente quant à elle, peut s'effectuer sur un horizon temporel plus long car sa réalisation ne dépend pas seulement du groupe mais des acquéreurs potentiels et de leurs propositions d'achat.

 *Le passage d'activités reliées à une activité dominante ou unique*

Si les activités du groupe sont reliées autour d'un ou plusieurs métiers, le recentrage peut permettre de restructurer ces activités vers une activité unique ou dominante. Toutes ces possibilités mettent en jeu des opérations différentes telles que la vente partielle ou complète de branches d'activités, de filiales, de marques, ou de structure de production ... Les investissements industriels (usines de production...) et financiers (participations) influencent également l'évolution des frontières du groupe.

¹⁶ La section précédente présente la scission de chargeurs qui passe d'activité non liées (communication, textile et traitement de surface) à une activité dominante (textile).

1.4.2 L'exemple d'Elf Aquitaine : Le passage d'activités reliées à une activité dominante

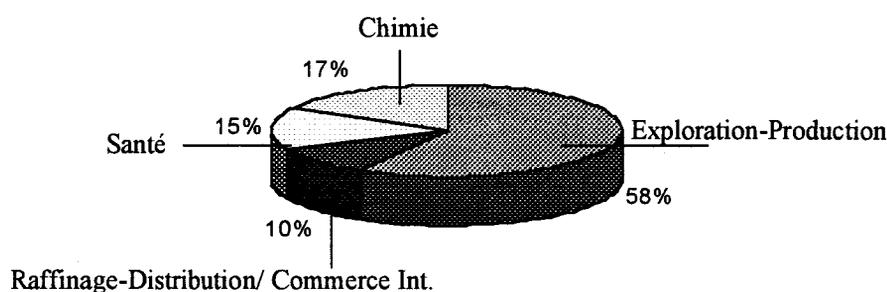
Le pétrolier Elf est présent du puits à la pompe, mais à la suite du premier choc pétrolier le groupe décide de se diversifier dans tous les métiers proches du pétrole et de la chimie. En 1973, la constitution de Sanofi confirme sa volonté de se développer dans le secteur de la santé et de la beauté. En 1976, une nouvelle étape majeure est franchie suite à la nouvelle restructuration des actifs de l'ERAP et de la SNPA qui regroupent leurs équipes et leurs actifs, formant ainsi la société Nationale Elf Aquitaine. Le groupe Elf est né. Cette unité permet au groupe d'accéder à une phase de croissance accélérée et d'atteindre une structure internationale, notamment en s'attaquant avec succès au marché américain, le plus grand marché du monde. En 1983, la création d'Atochem, la filiale chimie d'Elf, confirme la volonté d'expansion et de maîtrise des différents métiers d'Elf Aquitaine. Trois pôles principaux constituent Elf aujourd'hui : les hydrocarbures, la chimie et la santé. L'internationalisation du groupe se fait principalement par l'acquisition en 1988 de la britannique RTZ Oil and Gas, et de la société américaine Pennwalt-Corporation en 1989 avec la quelle Atochem atteint une dimension mondiale. En 1991, le titre Elf Aquitaine est admis à la cote du New York Stock Exchange. D'autres acquisitions majeures de sanofi consolide sa taille internationale dans le pôle de la santé ; la prise de contrôle d'Yves Saint Laurent en 1993 permet à l'entreprise de devenir l'un des très grands de la parfumerie de prestige mondiale ainsi que l'acquisition de la pharmacie de Sterling Winthrop en 1994 dans le pôle de la santé.

A la veille de la privatisation en 1995, le groupe est l'un des dix plus importants groupes pétroliers mondiaux. Présent de l'exploration à la production, du commerce international au raffinage et à la distribution, cette branche principale du groupe lui assure sa stabilité financière. Cependant Elf accuse un manque de rentabilité globale comparée à ses principaux concurrents et s'engage lors du rapport annuel 1994 « *à retrouver en cinq ans une rentabilité comparable à celle des meilleurs grâce à une stratégie de recentrage et de restructuration de ses activités* »¹⁷. L'objectif du recentrage est de permettre d'améliorer les résultats globaux et la rentabilité financière du groupe afin d'accroître le rendement pour l'actionnaire.

¹⁷ Rapport annuel Elf Aquitaine de 1997 – p 20.

En 1994, Elf Aquitaine est un groupe diversifié présent dans de multiples secteurs d'activité. Sa branche principale est « l'Exploration-Production » de pétrole qui représente 58% du résultat opérationnel en moyenne entre 1990 et 1994. La branche « Raffinage-Distribution et Commerce International » représente quant à elle 10% du résultat opérationnel. Elf s'est aussi développé en aval dans la « Chimie » de base et de spécialité (17% du R.O), mais aussi dans un pôle « santé et beauté » (15% du R.O) comme le précise le graphique suivant :

Figure 5.5 :
Contribution moyenne (90-94) des branches
au résultat opérationnel d'Elf Aquitaine



En 1994 à la veille de sa privatisation, Elf « s'engage à retrouver en cinq ans une rentabilité comparable à celle des meilleurs, grâce à une stratégie de recentrage et de restructuration de ses activités »¹⁸. Les opérations de recentrage réalisées au cours de cette période sont multiples et font appel soit à des investissements dans les activités dites stratégiques du groupe (Exploration-Production ; Santé) mais aussi à des désinvestissements dans des activités considérées comme non stratégiques telles que les cessions des activités « bio-industries » et « cinquième Quartier » dans la branche Chimie du groupe. Les plus importantes des opérations de recentrage réalisées par Elf entre 94 et 97 sont présentées dans le tableau 5.10.

Tableau 5.10 :
Les opérations de restructuration du groupe Elf de 1994 à 1997

Elf	Opérations d'investissement	Opérations de désinvestissement
1994	- Acquisition de la pharmacie éthique de Sterling Winthrop	- Cession de la branche « bio-activité » - Cession des participations financières (Enterprise, Technip, Coflexip, Petrofina et Eramet) - Cession d'un intérêt dans le champ pétrolier de Nkossa au Congo
	Montant des investissements = 6 474 Mds F <i>(comparer à 5 837 Mds F en 1993)</i>	Montant des cessions d'actifs = 13 827 Millions <i>(comparer à 4 749 Mds F en 1993)</i>
1995	- Investissements réalisés dans la branche principale « Exploration-Production » - Acquisition de 5,6% dans le capital de Cepsa (activité « raffinage ») - Accord avec EDF dans l'activité « Chimie »	- Cession sur les activités phosphatières de la branche chimie nord-américaine (TexaxGulf, Inc) - Cession sur divers actifs non stratégiques situés dans la santé animale et la distribution des carburants. - Cession de marques non stratégiques dans la beauté pour se concentrer sur les marques principales : Yves Saint Laurent, Van Cleef&Arperl, Roger & Gallet, Oscar de la Renta, Nina Ricci, Krizia et Fendi.
	Montant des investissements = 23 397 Mds F	Montant des cessions d'actifs = 8 191 millions F
1996	- Investissement concernant principalement la branche « Exploration-Production »	- Poursuite du programme de désengagement sur les titres non stratégiques : Entreprises Oil, Suez et Compagnie Général des eaux.
	Montant des investissements = 25 468Mds F	Montant des cessions d'actifs = 7 655 millions F
1997	- Investissement concernant principalement la branche « Exploration-Production » : Projet Elgin-Franklin.	- Poursuite du programme de désengagement des participations financières : Isis, Renault, et BNP.
	Montant des investissements = 22 216Mds F	Montant des cessions d'actifs = 5 666 millions F

¹⁸ Tiré du rapport annuel 1994 d'Elf Aquitaine – p 12

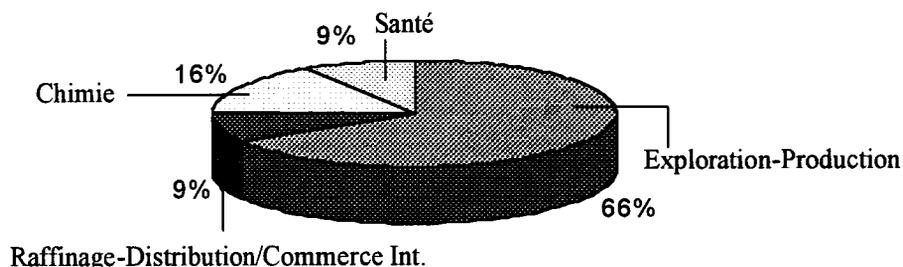
Le recentrage opérationnel et financier du groupe sur ses savoir-faire de base est confirmé par le calcul des indices de concentration de 1994 à 1997. L'indice d'Herfinhdal est en baisse de 5,4% tandis que l'indice d'entropie progresse de 10,5% (tableau 5.11). Le groupe a associé de multiples techniques de recentrage (cessions de branches complètes ou partielles d'activité, croissance interne et externe d'autres branches d'activités), ce qui a pour conséquence d'augmenter son degré de spécialisation (évalué par l'indice d'entropie).

Tableau 5.11 :
Indice de concentration de 1994 à 1997 du groupe Elf Aquitaine

Elf Aquitaine	1994	1995	1996	1997
Indice d'entropie	1,15	1,14332752	1,09698172	1,08769651
<i>Evolution (n+1/n)</i>		<i>Var(95/94) = -0,58%</i>	<i>Var(96/95) = -4,%</i>	<i>Var(97/96) = -0,8%5</i> <i>Var(97/94) = - 5,42%</i>
Indice d'Herfinhdal	0,37	0,37829365	0,40965222	0,41511153
<i>Evolution (n+1/n)</i>		<i>Var(95/94) = 0,75%</i>	<i>Var(96/95) = 8,3%</i>	<i>Var(97/96) = 1,33%</i> <i>Var(97/94) = 10,55%</i>

Elf Aquitaine continue dans la voie du recentrage en se consacrant un chiffre d'affaires de plus en plus élevé dans la branche appelée « Amont » ou « Exploration-Production ». La contribution de cette branche au résultat opérationnel est passée de 58% en 1994 à 67% en 1997. La branche « Santé » a subi des désinvestissements importants pendant cette période ce qui explique la baisse de contribution de cette branche au résultat opérationnel (15% en 1994 à 8% en 1997). Les branches « Aval ¹⁹ » et « Chimie » subissent elles aussi une baisse sensible de leur contribution au résultat opérationnel ; soit respectivement 9% et 16% en 1997.

Figure 5.6 :
Contribution des branches au résultat opérationnel
d'Elf Aquitaine en 1997



En 1997, le rapport annuel souligne « *l'amélioration des résultats courants du groupe. Le résultat net du groupe s'élève à 10 183 millions de francs en progression de 35% par rapport au résultat net courant de 1996. Le résultat net courant de 1996 qui s'élevait à 7 518 millions de francs, étaient en progression de 41% par rapport au résultat net courant de 1995 (5 325 millions de francs)* ». Cette progression s'explique principalement par la croissance de la contribution opérationnelle intervenue dans la branche principale « Exploration-Production », le « Raffinage-distribution », et dans une moindre mesure la « chimie ».

« Elf est aujourd'hui une entreprise pleinement recentrée sur ses métiers de base. Les efforts de restructuration et de réduction des coûts ont permis d'abaisser significativement nos points morts par rapport à une période pas si lointaine où Elf se trouvait lâché par le peloton des meilleurs. La rigueur dans le choix de nos investissements, leur concentration sur les métiers en croissance, est le gage d'une rentabilité future encore plus forte. Le cap fixé par notre stratégie de croissance rentable est le bon. »

¹⁹ La branche « Aval » est constituée du Raffinage, de la Distribution et du Commerce International.

Conclusion sur l'exemple d'Elf Aquitaine

Elf Aquitaine est un groupe diversifié qui a décidé par un recentrage opérationnel et financier de concentrer son chiffre d'affaires sur quelques activités dites « stratégiques » notamment celles de la branche « Raffinage et Production ». Cette stratégie implique de *liquider* certaines activités non stratégiques (en « chimie » et en « santé ») tout en investissant dans les actifs stratégiques. Le recentrage est dans ce cas précis considéré comme une stratégie offensive de croissance, ayant pour objectif l'amélioration de la rentabilité globale du groupe²⁰.

²⁰ La variation du taux d'investissement du groupe est supérieure à la variation du taux d'investissement de la moyenne sectorielle (se reporter à la section 1.1 de ce chapitre). Le groupe n'est donc pas dans une position stratégique de repli mais plutôt dans une optique de croissance centrée.

1.5 Recentrage et évolution des charges de structure

La section suivante soulignera l'importance de l'évolution du chiffre d'affaire sur le territoire nationale et à l'internationale. Cette augmentation indique une volonté certaine de croissance et de capture de part de marché, d des 40 groupes industriels de l'échantillon, qu'ils soient en phase de recentrage ou non. L'augmentation des ventes va impliquer automatiquement une croissance des besoins liés au cycle d'exploitation de l'activité. Cependant, la recherche de la performance financière²¹ incitent les instances dirigeantes à minimiser le plus possible certaines charges de structure (et notamment les charges de personnel qui représentent souvent une charge lourde mais à fort degré de variabilité). Nous supposons que les groupes en phase de recentrage, auront une tendance à minimiser de manière plus importante ces charges de structure, et notamment celles liées aux salariés. Nous posons alors l'hypothèse suivante :

H3 : La variation ajustée du taux de charges de personnel est inférieure à la variation moyenne du taux de charges de personnel des secteurs concernés, sur une même période.

Les résultats (le tableau 5.12) ne confirme pas cette hypothèse. Par rapport à l'évolution de la moyenne sectorielle, nous ne pouvons pas affirmer que les charges de structure, représentées ici par les charges de personnel, sont significativement moins importantes en phase de recentrage. Le fait de vouloir « grandir » sans « grossir » semble être la volonté de la majorité des groupes industriels français.

Tableau 5.12 :
Evolution du taux de charges de personnel ajusté

Variations en %	Nombre d'observations	Moyenne	Médiane	Ecart type
Charges de Pers./C.A HT				
Variations ajustées (0+1)	19	-0,02	0,014	0,45
<i>Avec Rang négatifs</i>	10			
<i>Avec Rang positifs</i>	11 ^b			
Test de Wilcoxon basé sur les rangs négatifs Z= -0,599				
<i>a</i> évolution moyenne des groupes < évolution des secteurs concernés				
<i>b</i> évolution moyenne des groupes > évolution des secteurs concernés				

²¹ c'est à dire de la maximisation de la richesse des actionnaires.

Section 2 – Les caractéristiques ‘externes’ des opérations de recentrage

2.1 *Le recentrage et la croissance vers internationale*

Comme nous l’avons déjà précisé, l’évolution de l’environnement concurrentiel et financier pousse certains groupes à opter pour un recentrage dans le but de :

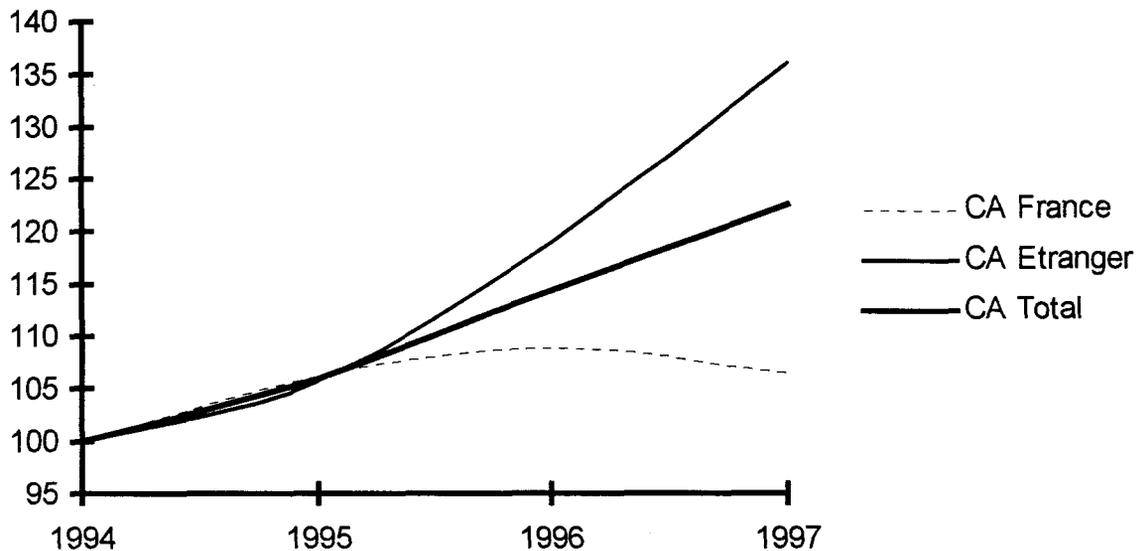
- limiter les risques financiers à un nombre restreint de métiers dans lesquels l’entreprise possède des avantages concurrentiels comparatifs et un savoir-faire reconnu,

- concentrer l’essentiel de leurs ressources sur le métier de base du groupe, afin de conserver ou d’atteindre une position de domination²² sur les marchés choisis. Cette recherche de « taille critique » doit influencer le moins possible les coûts liés à l’accroissement de la structure afin de maximiser le niveau de rentabilité financière du groupe.

2.1.1 **Evolution du taux d’exportation par rapport à la moyenne sectorielle**

Ces constats nous amènent à poser plusieurs hypothèses. La première hypothèse concerne la recherche d’une position dominante sur un marché qui se concrétise notamment par une croissance du chiffre d’affaires global (français et étranger). En effet, les frontières des groupes furent longtemps **nationales** pour s’ouvrir au fur et à mesure de l’évolution économique mondiale à **l’international**. Cette ouverture vers l’international s’explique facilement par des évolutions macro et micro-économique. D’une part l’international ouvre de nouvelles voies de croissance que certains marchés nationaux ne peuvent plus soutenir (marché saturé), et d’autre part les groupes peuvent atteindre la « taille critique » par une internationalisation de leur chiffre d’affaires ce qui leur permet de maintenir (ou de créer) une position de leader sur leur marché (protection contre les rachats hostiles). Cette tendance est ici confirmée par l’évolution croissante du chiffre d’affaires à l’international des groupes de l’échantillon entre 1994 et 1997 (Figure 5.7).

Figure 5.7 : Evolution du C.A des entreprises composant l'échantillon de base (CA France, CA Etranger, CA total) – Base 100.



Seuls 2 groupes sur les 19 concernés subissent une baisse sensible de leur chiffre d'affaires réalisé à l'étranger entre 1994 et 1997 : Saint Gobain et Péchiney. Cette baisse est à relativiser pour deux raisons : ces groupes ont déjà une part importante de leur chiffre d'affaires qui est réalisée à l'étranger (plus de 60% en 1994 et 1997) et ensuite la baisse de la valeur du CA étranger est faible (-5,42% pour Saint Gobain, et -9% pour Péchiney).

La croissance du chiffre d'affaires international des groupes industriels français souligne l'importance de l'internationalisation dans le développement et le devenir du groupe. L'internationalisation est au cœur de la plupart des stratégies ; et notamment lors d'un recentrage stratégique. Bastch (1992) en fait le constat au cours de la décennie quatre-vingt. Selon l'auteur, le ratio (C.A export/C.A total) pour quelques 72 groupes industriels en 1985 et 1988, croît de manière importante. Il confirme les résultats de Pottier²³ (1989), lequel établit une corrélation positive entre la spécialisation et l'internationalisation de 10 groupes étudiés sur la période 1983-1989.

²² Différents critères (chiffre d'affaires, nombre de salariés, nombres de filiales, parts de marché détenues...) définissent la « taille » d'un groupe. Nous retiendrons comme seule critère de taille, le chiffre d'affaire hors taxe français et étranger.

²³ C.Pottier, « Les acquisitions des groupes français dans la dynamique de spécialisation-mondialisation »



Nous testons l'hypothèse selon laquelle la croissance du chiffre d'affaire à l'international augmente de manière plus importante pour les groupes en recentrage que la moyenne sectorielle concernée :

H4 : La variation ajustée du taux d'exportation est supérieure à la variation moyenne du taux d'exportation des secteurs concernés, sur une même période.

L'évolution du taux d'exportation réalisée par l'ensemble des groupes étudiés (19 groupes) semble confirmer cette tendance à une exportation soutenue. Les résultats sont significatifs ; en moyenne lorsque que le secteur augmente de $x\%$, le groupe en phase de recentrage connaîtra une croissance de son chiffre d'affaires à l'exportation de $(x+25,8\%)^{24}$.

Tableau 5.13 :
Evolution du taux d'exportation ajusté

Variations en %	Nombre d'observations	Moyenne	Médiane	Ecart type
C.A HT export/C.A HT				
Variations ajustées*	19	+0,258	0,054	1,075
<i>Avec Rang négatifs</i>	<i>13^a</i>			
<i>Avec Rang positifs</i>	<i>6^b</i>			
Test de Wilcoxon basé sur les rangs négatifs $Z = -1,690$				
<i>a</i> évolution moyenne des groupes < évolution des secteurs concernés				
<i>b</i> évolution moyenne des groupes > évolution des secteurs concernés				
* Significativité au seuil de 90%				

CEREM-LAREA 89.3

²⁴ Le test de significativité (test de rang signé de Wilcoxon) est basé sur l'hypothèse d'une distribution symétrique des variables. Ici il faut signaler un écart assez important entre la moyenne et la médiane, ce qui souligne dans ce cas précis une différence dans la forme générale des distributions des variables.

Cette évolution internationale des frontières est d'une part liée à la volonté stratégique propre à chaque groupe, laquelle est elle-même dictée par le degré de concurrence élevé obligeant les entreprises françaises à générer du chiffre d'affaires hors de France et à s'implanter à l'international. Nous étudions par conséquent dans la sous-section suivante, le lien entre le degré de concurrence et le degré de concentration d'un même secteur.

2.1.2 Evolution du taux d'exportation par rapport au degré de concentration du secteur industriel concerné

Plus la concentration dans un secteur industriel s'intensifie plus le chiffre d'affaire export réalisé par les groupes au sein de ce secteur augmente (tableau 5.14). Ainsi lorsque le marché français se restreint, les groupes cherchent à générer du chiffre d'affaire en dehors de territoire français. Cette état de chose ne s'applique pas exclusivement aux groupes en phase de recentrage, mais à ceux qui se trouvent dans un marché concurrentiel se concentrant et réduisant le nombre d'entreprises agissant sur ce secteur.

Tableau 5.14 :
Evolution du taux d'exportation en fonction
du taux de concentration des secteurs concernés

Corrélations

		EXPORTCA	CONEXP
EXPORTCA	Corrélation de Pearson Sig. (bilatérale) N		
CONEXP	Corrélation de Pearson Sig. (bilatérale) N	-,481 ,096 13	

ANOVA^b

Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Signification
1	Régression	2,175E-02	1	2,175E-02	3,305	,096 ^a
	Résidu	7,239E-02	11	6,581E-03		
	Total	9,414E-02	12			

a. Valeurs prédites : (constantes), Evol. concentration de la branche selon les ventes (en%)

b. Variable dépendante : EXPORTCA

Coefficients

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Signification
		B	Erreur standard	Bêta		
1	(constante)	,105	,023		4,656	,001
	Evol. concentration de la branche selon les ventes (en%)	-,615	,338	-,481	-1,818	,096

a. Variable dépendante : EXPORTCA

2.2 Relation entre le taux d'importation et le taux de concentration au sein d'un même secteur industriel

L'hypothèse centrale découle des travaux de Liebeskind et Opler (1995), lesquels ont montré une corrélation positive entre la croissance de la concurrence et le taux de concentration des secteurs d'activités concernés. Nous testons cette hypothèse dans le cadre du marché français, en prenant en compte l'évolution du taux d'importation et le degré de concentration des secteurs concernés par notre étude²⁵. Le degré de concentration d'une branche industrielle est ici fonction de la part détenue des dix premiers groupes selon les ventes et les exportations (en %) au sein de la branche. L'hypothèse que nous testons est alors la suivante :

H5 : Le taux de concentration d'un secteur est positivement corrélé au taux d'importation des produits de ce même secteur.

Au niveau méthodologie, nous avons comparons par branches industrielles, l'évolution de taux d'importation par rapport à l'évolution du taux de concentration, sur une période 8 ans : 1990 à 1997. Ces données ont été récoltés dans les études sectorielles de l'INSEE. Les résultats démontrent, en effet, une corrélation positive entre le degré d'importation dans un secteur donné et le taux concentration des entreprises dans ce même secteur (tableau 5.15 et 5.16).

Tableau 5.15 :
Corrélation entre le taux d'importation et le taux de concentration

<i>Corrélation de Pearson</i> <i>Nombre d'observations = 13</i>	Taux d'importation	Taux de concentration (part détenue des dix premiers groupes selon : - les ventes (en %) - les exportations (en %))
Taux d'importation		
Taux de concentration selon - les ventes (en %) - les exportations (en %)	-0.613** -0.57**	

** significatif au seuil de 0,05 (bilatéral)

²⁵ 13 branches industrielles sont répertoriées dans notre étude.

Tableau 5.15 :
Régression entre la variable constante (le taux d'importation)
et
les variables dépendantes
(taux de concentration en fonction des ventes et des exportation (en %))

Coefficients^a

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Signification
		B	Erreur standard	Bêta		
1	(constante)	8,977E-02	,041		2,186	,051
	IMPORT	-,533	,207	-,613	-2,570	,026

a. Variable dépendante : Evol. concentration de la branche selon les ventes (en%)

Coefficients^a

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Signification
		B	Erreur standard	Bêta		
1	(constante)	3,850E-02	,043		,900	,387
	IMPORT	-,496	,216	-,570	-2,298	,042

a. Variable dépendante : Evol concentration de la branche (selon les exportations en%)

Par conséquent, l'intensification de la concurrence pousse les groupes à se concentrer sur leurs savoir-faire afin de répondre de manière optimale aux situations concurrentielles. Le recentrage est une trajectoire, parmi d'autres, permettant d'atteindre ce but. La croissance des opérations de concentration telles que les opérations de fusions-acquisitions (chapitre préliminaire, p14) est directement liée à cette évolution du contexte économique et concurrentiel.

Conclusion du Chapitre 5

Nous concluons ce chapitre par un récapitulatif des hypothèses émises et leurs résultats :

Hypothèses sur les caractéristiques des recentrages	Réponses
H1 : la majorité des recentrages sont des recentrages « défensifs », qui impliquent une évolution du taux d'investissement inférieure à l'évolution moyenne des secteurs concernés.	R1 : Confirmée
H2 : La variation ajustée du taux d'endettement du groupe n'est pas inférieure à la variation moyenne du taux d'endettement des secteurs concernés, sur une même période	R2 : Non confirmée
H3 : La variation ajustée du taux de charges de personnel est inférieure à la variation moyenne du taux de charges de personnel des secteurs concernés, sur une même période.	R3 : Non Confirmée
H4 : La variation ajustée du taux d'exportation est supérieure à la variation moyenne du taux d'exportations des secteurs concernés, sur une même période.	R4 : Confirmée
H5 : Le taux de concentration d'un secteur est positivement corrélé au taux d'importation des produits de ce même secteur.	R5 : confirmée

CHAPITRE 6

RECENTRAGE ET PERFORMANCE FINANCIERE DES GROUPES INDUSTRIELS FRANÇAIS ENTRE 1994 ET 1997

Le chapitre 5 a permis de souligner certaines caractéristiques des opérations de recentrage. Ce dernier chapitre est consacré, quant à lui, aux conséquences du recentrage sur la performance financière du groupe. Il se compose en deux sections :

- la première section concerne l'étude d'événement et l'étude de cas sur la scission du groupe Chargeurs,
- la deuxième section concerne l'étude de la performance financière post-recentrage.

- Section 1 - L'étude d'événement

1.1 La méthodologie suivie lors de l'étude d'événement

Nous voulons vérifier, si les annonces de désinvestissement dans un but de recentrage ont un impact positif sur le cours des actions, comme l'ont démontré de nombreuses études (Hearth et Zaima – 1984 ; Lang, Poulsen et Stulz - 1994 ; John et Ofek – 1995 ; Datta et Iskandar-Datta - 1996 ; Markides - 1996). Nous posons une hypothèse supplémentaire liée aux annonces d'opérations d'investissement¹ en phase de recentrage. Nous supposons que ces annonces ont un impact similaire sur le cours des actions que les annonces de désinvestissement². La méthodologie suivie pour l'étude d'événement est une méthodologie classique et se décompose en deux étapes : l'identification des paramètres (événement, date d'annonce, périodes d'estimation et d'événement), et le choix d'un modèle et d'un test.

L'événement

Nous avons répertorié les annonces de presse présentant des opérations réalisées dans un but de recentrage : les désinvestissements et les investissements. Les désinvestissements auxquels nous faisons référence sont les ventes complètes d'activités, de filiales et les cessions de participation (supérieure à 50% du capital). Ces opérations ont été répertoriées par la presse financière comme des opérations de recentrage. Les investissements pris en compte sont les achats d'activités, de filiales ou les prises de participation supérieure à 50% du capital. Ces investissements ont été effectués dans le cadre d'un recentrage et sont liés aux métiers principaux du groupe. Les annonces de presse proviennent de trois types de journaux : Le Monde, Les Echos et La Tribune. La date d'annonce retenue est la date de l'article de presse le plus récent publié.

¹ Les investissements (achats d'activités ou d'entités ou prises de participation) sont réalisés au cours d'un recentrage et dans les métiers privilégiés par l'entreprise.

² Une autre étude de rentabilité anormale est effectuée à la fin de ce chapitre ; elle concerne l'évolution de la performance boursière de la firme post-recentrage par le calcul de l'indice de Treynor.

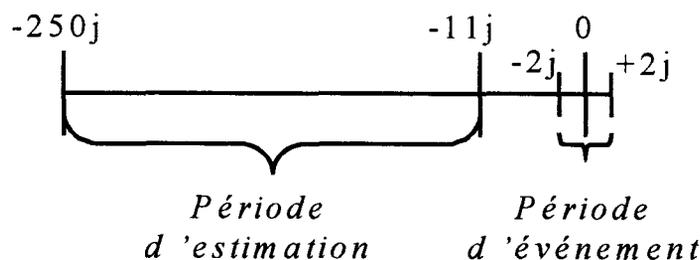
La date d'annonce

La date d'annonce de l'opération est déterminée par la première annonce de presse éditée à ce sujet. Le plus souvent, cette annonce se fait par les firmes participantes à l'opération. Afin d'éviter l'étude simultanée de différentes annonces, il est important de vérifier que l'annonce de l'opération de recentrage n'est pas accompagnée d'autres annonces qui risqueraient de fausser les calculs de rentabilité anormale liés au recentrage. Ces annonces peuvent être de natures stratégiques, financières, organisationnelles ou encore juridiques. Markides (1996) préconise un délai de plus ou moins 5 jours autour de la date d'annonce du recentrage. Si pendant ce laps de temps, un événement dit « majeur » concernant la firme en phase de recentrage est annoncé, alors l'impact de l'opération de recentrage ne doit pas être pris en compte dans le calcul des rentabilités anormales. Nous suivons ce raisonnement et excluons toute observation de cette nature.

La période d'estimation et d'événement

La méthodologie consiste à diviser la chronologie de l'événement en deux périodes. Nous pouvons la visualiser par le schéma suivant :

Figure 6.1 : La période d'estimation et d'événement



La période d'estimation permet de calculer les paramètres du modèle choisi. Cette période d'estimation est ici de 250 jours commençant 10 jours avant la date d'annonce. Les dates d'annonce sont multiples, et sont centrées autour de la date 0 : $\{-2 ; 0 ; +2\}$.

Remplacement des données manquantes

Certaines données manquantes de la base ont été répertoriées, lesquelles pourraient provoquer d'une part un biais dans l'estimation des paramètres, et d'autre part une variance des rentabilités anormales plus importante, diminuant ainsi la significativité des tests. Afin d'éviter ces biais, un lissage par une répartition uniforme a été effectuée (Hachette – 1991).

Choix d'un modèle et d'un test

Après avoir défini avec précision l'événement et les périodes d'événement et d'estimation la suite de la méthodologie se décompose en trois phases : le choix d'un modèle, le calcul des rentabilités anormales et le choix d'un test. La rentabilité réelle du titre à la date d'annonce est comparée à la rentabilité attendue selon une norme, laquelle est fonction du modèle choisi. L'écart de rentabilité se dénomme la rentabilité anormale et se définit comme :

$$RA_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

où

- R_{it} est la rentabilité anormale du titre i à la date t ;
- R_{it} est la rentabilité du titre i à la date t ;
- $E(R_{it})$ est la rentabilité attendue du titre i à la date t en l'absence d'événement (appelée la norme).

Ensuite la rentabilité anormale pour chaque titre à la date t est regroupée permettant de calculer la rentabilité anormale moyenne pour l'ensemble de l'échantillon (N). La rentabilité anormale moyenne (RAM) à la date t se calcul comme :

$$RAM_t = \frac{1}{N} \sum R_{it}$$

où N représente le nombre de titres dans l'échantillon.

On en déduit la rentabilité anormale cumulée qui est calculée à partir de la première date de l'intervalle d'événement. Celle-ci mesure l'impact de l'annonce d'un événement sur la rentabilité moyenne cumulée du titre pendant la fenêtre d'événement. Elle se calcule comme :

$$RAM\hat{C}t = \sum_{\tau=-t'}^t RAM\hat{\tau}$$

où $-t'$ représente la première date de l'intervalle d'événement
 t représente la dernière date de l'intervalle d'événement

Le calcul de la norme (ERit) se fait selon le modèle de marché (Fama, Fisher, Jensen et Roll-69). L'étude menée par Brown et Warner (1985) a montré que cette méthodologie, donnait de bons résultats. Le modèle de marché permet de calculer la rentabilité attendue par les investisseurs (R_{it}) :

$$R_{it} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt} + \epsilon_{it}$$

où $\hat{\alpha}_i = \bar{R}_i - \hat{\beta}_i \bar{R}_{mt}$ et $\hat{\beta}_i = \text{cov}(R_{it}, R_{mt}) / \text{var}(R_{mt})$

La covariance entre la rentabilité de l'indice et du titre est représentée par $\text{cov}(R_{it}, R_{mt})$. La variance de l'indice de marché est quant à elle représentée par $\text{var}(R_{mt})$.

Le calcul de la rentabilité anormale (RA) du titre i à la date t , s'écrit alors par l'équation suivante :

$$RA_{it} = \epsilon_{it} = R_{it} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt})$$

Au vue de notre échantillon, nous avons choisi pour le calcul du beta et du MEDAF, l'indice de référence le SBF 120.

La dernière étape consiste à tester la significativité des rentabilités anormales moyennes et moyennes cumulées. On définit alors l'hypothèse H_0 telle que la rentabilité moyenne n'est pas significativement différent de 0 :

$$H_0 : E(RAMt) = 0$$

L'hypothèse H_0 est testé contre l'hypothèse H_1 :

$$H_1 : E(RAMt) > 0$$

Le test associé à ces hypothèses est le test paramétrique suivant :

$$T_{2t} = \frac{RAM\hat{t}}{\hat{\sigma}_{RAMt}}$$

$$\text{où } \hat{\sigma}_{RAMt} = \sqrt{\frac{1}{L-1} \sum_{t=-t'-L}^{-t'-1} (RAM\hat{t} - \overline{RAM})^2} \text{ et } \overline{RAM} = \frac{1}{L} \sum_{t=-t'-L}^{-t'-1} RAM\hat{t}$$

Sous l'hypothèse de normalité des rentabilités anormales moyennes, T_{2t} suit une loi de Student à $N-1$ degrés de libertés.

1.1.2 Les résultats

Nous avons relevé, entre 1994 et 1997, 37 opérations de vente et 29 opérations d'achats. Nous testons les hypothèses H6 et H7 selon la méthodologie présentée dans la section précédente :

H6 : L'annonce des opérations de désinvestissement a un impact positif sur le cours des actions.

H7 : L'annonce des opérations d'investissement a un impact positif sur le cours des actions

Le tableau 6.1 présente les résultats de l'étude des rentabilité anormales des annonces des opérations de désinvestissement. L'annonce des opérations de désinvestissement conserve un impact positif auprès des investisseurs. Les rendements anormaux significatifs sont constatés les deux jours qui précèdent l'annonce officielle ; la rentabilité anormale cumulée est également significative sur l'ensemble de la période étudiée. L'opération de recentrage par désinvestissement d'actifs non stratégique est une décision stratégique favorablement perçue par les actionnaires.

Tableau 6.1 :
Rentabilité anormale des annonces de désinvestissement

Jour	Rentabilité anormale moyenne	Rentabilité anormale cumulée
-2	0.02025247 *	0.02025247*
-1	0.04009649 **	0,06034896**
0	0.00467457	0,06500235**
1	0.001175327	0,06619885**
2	-0,001058313	0,06514054**

**, ** significatif à 90 et 95% respectivement*

Nous pouvons nous demander si l'investissement dans un but de croissance centrée, réalisée en phase de recentrage, est sanctionnée par ce même avis. Nombreuses, sont les études réalisées sur le thème de la conséquence des opérations d'acquisition sur la performance de la firme. Selon le type d'achat (fusion-acquisition, participation...) et la nature même de ces achats (liées ou non liées à l'activité principale du groupe), les résultats sont très contrastés. Berger et Ofek (95), démontrent une perte de valeur de 13 à 15% pour les firmes se diversifiant entre 1986 et 1991. Néanmoins, cette perte de valeur se réduit lorsque les actifs achetés sont dans le même code S.I.C que les actifs principaux du groupe. Nous émettons l'hypothèse selon laquelle les achats, liés directement au métier du groupe, lequel se trouve dans une trajectoire de recentrage, permet une création de valeur future, qui est sanctionnée par une évolution positive du cours de l'action au moment de l'annonce de l'opération.

Cependant, l'étude de la rentabilité anormale au moment de l'annonce d'une opération d'investissement (dans le métier principal de la firme), ne permet pas de répondre de manière significative à cette hypothèse (tableau 6.2).

Tableau 6.2 :
Rentabilité anormale des annonces d'investissement

Jour	Rentabilité anormale	Rentabilité anormale cumulée
-2	-0,001025247	-0,001025247
-1	0,008009649	0,00698440
0	0,00967457	0,01665897
1	0,001175327	0,01783430
2	0,001058313	0,01889261

1.2 La scission et ses conséquences sur la valeur de l'entreprise

La scission est la technique de restructuration la plus radicale en terme de recentrage stratégique. Cette technique, largement utilisée aux Etats-Unis, reste peu fréquente en Europe et notamment en France où l'on dénombre une seule scission réalisée par un groupe industriel coté, en 1996 (le groupe Chargeurs). Il nous apparaît alors intéressant de présenter le corpus théorique lié à la scission et d'émettre certaines hypothèses que nous testerons sur le cas unique du groupe Chargeurs.

1.2.1 Le corpus théorique lié à la scission

Les recherches se concentrent sur les conséquences de la scission sur la création de valeur, et notamment sur la richesse des actionnaires. L'origine de la création de valeur est selon les courants de pensée due aux changements intervenus dans les relations contractuelles liant :

- les actionnaires aux créanciers (1),
- les actionnaires aux managers (2),
- les actionnaires aux marchés financiers (3).

(1) Les changements dans les relations contractuelles entre les actionnaires et les créanciers

Galai et Masulis (1976) sont les premiers à formuler que des "*changements non anticipés dans la structure du capital et des actifs, notamment lors d'une scission d'entreprise, peuvent affecter différemment les dettes et les créances de la firme*". Selon les auteurs, la création de valeur provenant d'une scission, trouve son origine principale dans le transfert de richesse des créanciers de la firme (ici obligataires) vers les actionnaires. Une partie des créanciers peut être lésée si les actionnaires allouent de manière non équitable les dettes de la société-mère aux sociétés issues de la scission. En effet, ceux-ci se retrouvent créanciers d'une firme dont les actifs qui leur servent de garantie ont été diminués. Ainsi, l'effet d'endettement est accentué, le risque des dettes augmente ce qui affaiblit la valeur de marché des obligations.

Hite et Owers (1983) ainsi que Schipper et Smith (1983) ne se sont pas limités aux hypothèses restrictives de ce modèle théorique (une seule catégorie de créanciers, allocation non équitable des dettes ...). Ils expliquent les raisons pour lesquelles l'enrichissement des actionnaires ne semble pas provenir uniquement d'un transfert de richesse des obligataires vers les actionnaires. Ainsi, Schipper et Smith (1983) indiquent que ce transfert est moins conséquent si :

- les firmes scindées ont déjà une existence légale en tant que filiale,
- les relations contractuelles entre les obligataires et les actionnaires sont protégées,
- la dette de la maison-mère est allouée de manière équitable aux actifs des sociétés scindées.

Enfin, Hite et Owers (1983) ajoutent que ce transfert de richesse dépend des conséquences de la scission sur le niveau des cash-flows futurs espérés par les obligataires. Si la scission réduit ses cash-flows alors l'annonce de la séparation sera cause d'une baisse de la valeur des obligations. Inversement, si la société augmente les cash-flows espérés alors l'annonce de la scission fera augmenter la valeur de marché des obligations.

Une autre source potentielle de gains provenant des scissions est explorée par John (1993), approfondissant les travaux de Myers (1977) sur le concept d'allocation optimale de la dette. Ainsi, lorsque la maison-mère endettée *optimalement* se scinde en plusieurs unités elles-mêmes endettées *optimalement*, les décisions en matière d'investissement sont plus rentables et maximisent la valeur des unités scindées. La scission permettrait également de limiter la politique de sous-investissement pratiquée par les managers d'une firme endettée. Myers montre que les managers d'une firme à très haut niveau d'endettement refuseront des investissements à Valeur Actuel Nette positive, si ces investissements ne servent qu'à rembourser la dette. Ils accepteront seulement les projets qui permettent d'enrichir les actionnaires c'est à dire avec une V.A.N supérieure au montant de la dette à rembourser. La scission permet alors selon John (1993) d'allouer la dette aux entreprises issues de la scission de manière à ce que les managers puissent avoir une politique d'investissement optimale. Selon lui, une entreprise dont les actifs sont positivement corrélés à intérêt à se scinder pour accroître les opportunités d'investissement et la valeur des firmes scindées. Par contre, si ces actifs sont négativement corrélés, la scission annulera l'effet de « coassurance » du groupe et pourra faire perdre de la valeur aux entreprises scindées.

(2) Les changements dans les relations contractuelles entre actionnaires et managers

Selon Johnson et Klein (1996) les firmes engagées dans des scissions sont, par rapport à leurs concurrents :

- des firmes de grande taille,
- avec un niveau d'endettement lourd,
- à chiffre d'affaires élevé, et,
- avec une faible croissance de leurs actifs immobiliers.

La scission apparaît alors comme un moyen de réduire la taille de l'entreprise et la diversité de ses actifs dans le but de faciliter la gestion et d'augmenter ainsi la performance des managers (Schipper et Smith (1983)). Coase (1937) et Penrose (1959) mettent déjà en avant un lien entre la forte croissance externe par diversification et l'augmentation du nombre de transactions réalisées sous un même management. Ce nombre croissant de transactions aboutit selon eux, à une diminution de la performance des managers.

De plus, Schipper et Smith (1983) précisent que la séparation du management, suite à une scission des actifs, restreint les fonctions et les pouvoirs qui sont assignés aux "*top-managers*". Il est dans l'intérêt des actionnaires de renégocier les contrats des managers et de mettre en place des contrats incitatifs à la performance.

Enfin, l'activité et la taille réduite des entreprises facilitent l'accès des actionnaires à de nouvelles sources d'informations ; améliorant ainsi leur niveau de surveillance vis à vis des managers. Les coûts de *monitoring* peuvent alors être diminués.

La scission est également un moyen d'accroître la performance globale de la gestion des entreprises scindées. La création de valeur après la scission est due à l'élimination de "*synergies négatives*" (Miles et Rosenfeld - 1983) au sein de la firme. Ainsi, les firmes très diversifiées sont confrontées à des politiques stratégiques et d'investissement très différentes. Cet état de diversification extrême aboutit à un manque de synergie et une perte dans les économies d'échelle. La scission apparaît alors comme le seul moyen, tout en restant propriétaire des actifs, de recentrer les activités du groupe afin de permettre une gestion adaptée et efficace des managers et une meilleure valorisation des actifs.

(3) Les changements dans les relations contractuelles entre la firme et les marchés financiers

Cusatis, Miles et Woolridge (1993) étudient les scissions comme une stratégie active de redéploiement des actifs. En divisant une entreprise en unités distinctes, les actionnaires valorisent les actifs des entreprises scindées et peuvent faciliter ainsi leur revente. La scission serait une technique moins coûteuse que le transfert de contrôle d'une partie des actifs. Hakansson (1982) fournit une explication supplémentaire à la création de valeur réalisée par les entreprises issues d'une scission. Selon lui, les investisseurs réagissent plus favorablement à une scission d'entreprise à activités "*non-synergétiques*" que "*synergétiques*". Il se base sur le fait que les investisseurs ne recherchent pas tous le même type d'investissement (selon le secteur d'activité et le risque systématique de l'activité). Par conséquent, ils préféreront attendre la réalisation de la scission des activités afin de pouvoir investir dans la seule activité qui les intéresse.

Un autre courant de pensée s'est développé ces dernières années, initié par les travaux de Porter (1987), Scherer (1988), Kaplan & Weisbach (1992). Les auteurs étudient les fusions ou les achats d'entreprises qui se révèlent par la suite de mauvais investissements et sont cédés soit par scission ou par vente d'actifs. Ainsi la rentabilité des actions au moment de l'annonce d'un rachat ou d'une fusion qui s'avère peu rentable par la suite est anormalement négative.

Allen, Lummer, McConnell et Reed (1995) basent leurs hypothèses de recherche sur ce constat et affirment que l'excès de rentabilité des actions au moment de l'annonce de la scission d'un groupe représente, au moins en partie, la "*re-création*" de valeur qui a été détruite lors d'une acquisition antérieure. En fait, la scission d'entreprise est selon eux, la conséquence d'une acquisition d'actifs non rentables. Si le marché a réagi négativement lors de l'annonce du rachat ou de la fusion, il réagira à l'inverse positivement lors de l'annonce de la scission du groupe ainsi constitué. Par conséquent, les rendements anormaux des actions à l'annonce de la scission sont négativement corrélés aux rendements des actions à l'annonce de l'acquisition.

1.2.2 Les études empiriques réalisées sur les scissions

Les études empiriques réalisées autour des scissions se concentrent sur la rentabilité anormale des actions des firmes scindées³ :

- soit au moment de l'annonce publique de la scission,
- soit au moment de la réalisation effective de la scission.

L'étude d'événement

L'effet des scissions volontaires sur la richesse des actionnaires est estimé par la rentabilité *anormale* des actions sur le marché boursier. L'hypothèse théorique de création de valeur suppose qu'au moment de l'annonce de la scission les prix des actions ordinaires de la société qui va être scindée réagissent d'une manière *anormalement* positive.

Tout d'abord, l'hypothèse de transfert de richesse de Galai et Masulis (1976) est la première à être confrontée à la réalité. Hite et Owers (1983), Linn et Rozeff (1983), Miles et Rosenfeld (1983) et enfin Shipper et Smith (1983) mettent en valeur l'effet positif sur le prix des actions de l'annonce de scission, augmentant ainsi la richesse des actionnaires. Cependant l'hypothèse d'un transfert de richesse des obligataires vers les actionnaires n'a pas été validée.

Ensuite, la rentabilité anormale des actions est démontrée plus importante pour des entreprises de grande taille que pour des entreprises de petite taille. Il y a donc une corrélation positive entre la rentabilité des actions et la taille de l'entreprise scindée. Cependant Hite et Owers (1983) démontrent sur leur échantillon que la rentabilité anormale des actions est plus forte lorsque les société-mère se séparent de moins de 10% du capital global.

³ Nous nous intéresserons essentiellement aux études réalisées exclusivement dans le cadre des scissions et nous ne développerons pas les études concernant les "voluntary divestitures" qui ne distinguent pas la vente d'actifs des scissions

La différence est aussi faite entre les scissions dites pures, les scissions fusions et les scissions non volontaires, c'est à dire répondant à des obligations légales et/ou administratifs. Il est démontré que la rentabilité des actions est négative pour les scissions non volontaires, ne répondant pas à une stratégie sur le long terme (Hite et Owers - 1983). La rentabilité des actions est quant à elle plus forte lorsqu'il s'agit d'une scission-fusion permettant à une des sociétés scindées de participer ultérieurement à une opération de fusion, que d'une scission simple. Par contre quelque soit le type de scission et sur une période de 2 jours au plus, autour de la date de l'annonce, le marché réagit toujours positivement et le return des actions est toujours anormalement positif (Cusatis et Miles (1983) ; Hite et Owers (1983)).

Allen, Lummer, McConnel et Reed (1995) s'intéressent, quant à eux, plus particulièrement aux entreprises ayant participé à un rachat ou une fusion précédant l'annonce de la scission. Ils mettent en valeur qu'il existe une corrélation négative entre la rentabilité des actions au moment de l'acquisition antérieure et au moment de l'annonce de la scission. En effet, lors de l'acquisition d'une firme par une autre, si le marché réagit négativement à cette fusion, il sera d'autant plus enclin à réagir positivement lors de l'annonce de la scission des firmes regroupées. Selon cette étude, plus les "returns" au moment de l'acquisition sont négatifs, plus grande est la réaction positive des actions au moment de l'annonce de la scission. Par conséquent, une partie de la création de valeur provenant des scissions peut trouver son origine dans la "re-création" de valeur, antérieurement détruite.

Récemment, Seward et Walsh (1996) présentent, par leurs travaux sur les scissions volontaires, une autre source d'explication. La création de valeur est d'autant plus forte au moment de l'annonce de la scission lorsque le projet de scission apporte des modifications conséquentes dans les relations contractuelles entre actionnaires et futurs managers des sociétés scindées. Plus les actionnaires remanient les équipes dirigeantes, renégocient les contrats des managers afin de les inciter à améliorer la valorisation des titres, plus le marché réagit positivement dès l'annonce du projet de scission.

Enfin, une étude récente et monographique sur la scission-fusion en deux unités Marriott Internationale, et Host de l'entreprise Marriott (USA) relance le débat sur la véritable création de valeur. Parrino (1997) montre que l'annonce de la scission a eu pour conséquence de baisser la valeur totale de la firme. Cette perte de valeur est selon l'auteur due à plusieurs phénomènes :

- Importance des coûts financiers de la scission
- Perte de valeur pour une partie des obligataires (l'une des sociétés post-scission - Host- aurait reçu la plupart des actifs à cash-flow volatile réduisant ainsi la valeur de marché des obligations de Host,
- Les investissements des sociétés scindées n'ont subi qu'une faible augmentation,
- Une renégociation faible des contrats avec les managers due à une participation active de la famille Marriott dans la gestion de l'entreprise.
- Marriott s'est séparé de plus de 80% de la valeur totale de ses fonds propres alors que dans la majorité des cas la scission représente moins de 10% de la valeur des fonds propres (Miles et Rosenfel (1983)).
- Le niveau d'endettement de la société-mère après scission (Marriott International) a largement augmenté, alors que dans la majorité des cas étudiés, il reste le même (Schipper et Smith (1983)).

L'étude post-scission

Les études empiriques au moment de la réalisation de la scission se basent sur le principe d'inégalité des valeurs avant et après la scission. La scission d'une entreprise en deux unités distinctes permet de combler le manque de synergie qui existait au sein du groupe. Ce manque de synergie disparaît après la scission, ce qui permet aux nouvelles entreprises (A et B) d'augmenter leur valeur cumulée. Les actionnaires du groupe (A+B) deviennent alors actionnaires des entreprises distinctes A et B et voient leur richesse globale augmentée.

Cusatis, Miles et Woolridge (1993) étudient un échantillon de 231 entreprises sur une période allant de 10 jours à 3 ans après la date de réalisation de la scission. Leur étude démontre une rentabilité excessive des actions pour les sociétés issues de la scission, en cumulant les valeurs ($V(A) + V(B)$) mais aussi séparément ($V(A)$; $V(B)$). Cette rentabilité est plus importante pour les entreprises qui participent à une activité de rachat ou de fusion après la scission. La scission semble donc être une technique financière efficace de transmission d'actifs ; elle permet de valoriser au mieux une des entités scindées, facilitant ainsi son rachat ou sa fusion. Récemment, l'étude de Desai et Jain (1999) sur 155 scissions réalisées entre 1975 et 1991, montre que le marché réagit de manière plus significative lors des scissions ayant pour objet de séparer une entité peu rentable de la société-mère.

De plus cette étude démontre qu'il existe une rentabilité anormale des actions sur le long terme supérieure pour les scissions réalisées dans un but de recentrage des activités par rapport aux autres types de scission (Desai et Jain - 1999). Ces résultats confirment d'autres études réalisées sur ce thème (Daley et al - 1997).

Enfin, l'hypothèse selon laquelle les scissions seraient motivées par des problèmes de sous-investissement relatif au taux d'endettement de la firme, est étudiée par Johnson et Klein (1996). Ils appliquent la méthodologie de recherche utilisée par Healy, Palepu et Ruback (1992) pour connaître l'origine des gains provenant des fusions, dans le cas des scissions. Se basant sur un échantillon de 104 scissions, ils trouvent que les sociétés post-scission augmentent le nombre de leurs actifs immobiliers et génèrent un cash-flow net d'exploitation supérieur. Ces résultats sont en accord avec ceux de John (1993) et de Schipper et Smith (1983), pour qui, la scission permet respectivement d'augmenter les opportunités d'investissement et de réduire les "*déséconomies d'échelle*".

1.2.3 Hypothèses de recherche, données, méthodologie et résultats

Les hypothèses de recherche

Nous confrontons ici plusieurs hypothèses théoriques avec le cas clinique Chargeurs. L'objectif principal de cette recherche consiste à s'interroger sur la création de valeur liée à la scission de l'entreprise Chargeurs.

L'hypothèse théorique de transfert de richesse des obligataires aux actionnaires (Galai et Masulis-76) ne peut être testée dans cette étude pour deux raisons. D'une part, le montant des emprunts obligataires n'est pas significatif puisqu'il ne représente en effet que 0.76% de la totalité des dettes de Chargeurs :

Tableau 6.3 :
Montant des dettes obligataires
du Groupe Chargeurs avant la scission

	Chargeurs (au 31-12-95)	%	Pathé	Chargeurs Int.
Total des dettes	1 850 809 000	100		
Emprunt obligataire	140 200	0,76	18 480	121 720

D'autre part, les actifs et les passifs affectés à chaque société sont directement rattachables à leurs secteurs d'activité respectifs. Les actifs apportés et le passif repris sont inscrits à leur valeur nette comptable au 31-12-95 dans le bilan de la société-mère. De plus, comme le soulignent Schipper et Smith (83), le transfert de richesse est moins conséquent lorsque les filiales ont déjà une existence légale, ce qui est le cas ici pour Pathé et Chargeurs Int. Nous limiterons par conséquent nos investigations à trois hypothèses de recherche qui sont à la base de la théorie des scissions. Premièrement, nous supposons que l'annonce de la scission a un effet positif sur les cours des actions de Chargeurs (H8). Le titre "Chargeurs", autour de la date d'annonce de la scission, devrait avoir une rentabilité *anormalement* positive :

H8 : L'effet d'annonce de la scission sur les cours des actions Chargeurs est positif

Deuxièmement, la scission permet à une entreprise de grande taille et à faible "visibilité stratégique" de revaloriser les activités ainsi scindées. La valeur cumulée des deux sociétés après scission serait supérieure à la valeur de la société-mère avant scission. Nous posons par conséquent l'hypothèse 9 :

H9 : La valeur cumulée de Chargeurs Int. et de Pathé après la scission est supérieure à la valeur de Chargeurs avant scission

Enfin, nous supposons que la scission d'une entreprise en deux unités distinctes est synonyme, sur le moyen et long terme de création de valeur pour une des sociétés et de destruction de valeur pour l'autre société :

H9bis : 1 an après la scission, la rentabilité anormale d'une des sociétés décroît tandis que l'autre augmente

Données et méthodologie

Les renseignements généraux sur l'activité économique de Chargeurs proviennent des articles de presse du quotidien "Les Echos". Le projet de scission visé par la C.O.B sous le n°96-173 le 10 Mai 1996 a été la source principale de renseignements concernant les aspects comptables de l'opération.

L'effet de l'annonce de la scission sur les titres Chargeurs est étudié en prenant en compte l'évolution des cours boursiers journaliers du titre de {- 42 jours ; +81 jours} autour de la date de référence. Cette date de référence est l'annonce publique de la scission de Chargeurs, le 28 février 1996. L'étude des cours des actions Chargeurs commence par conséquent 42 jours avant l'annonce de la scission, soit le 1^{er} janvier 1996, et se termine le jour de la radiation du titre à la côte officielle, soit le 21 juin 1996.

L'étude longitudinale de Pathé et Chargeurs International est effectuée quant à elle sur une période allant du 24 juin 96 (date de cotation des deux sociétés) au 6 octobre 1997, soit environ 16 mois. Nous testerons les hypothèses 2 et 3 en comparant pendant cette période :

- d'une part, la valeur cumulée de Pathé et Chargeurs International par rapport à celle de Chargeurs avant scission, et
- d'autre part, l'évolution de la valeur de Pathé par rapport à celle de Chargeurs International.

La rentabilité anormale des titres Chargeurs Pathé et Chargeurs International est calculée selon une même formule : $RA_{it} = R_{it} - R_{mt}$

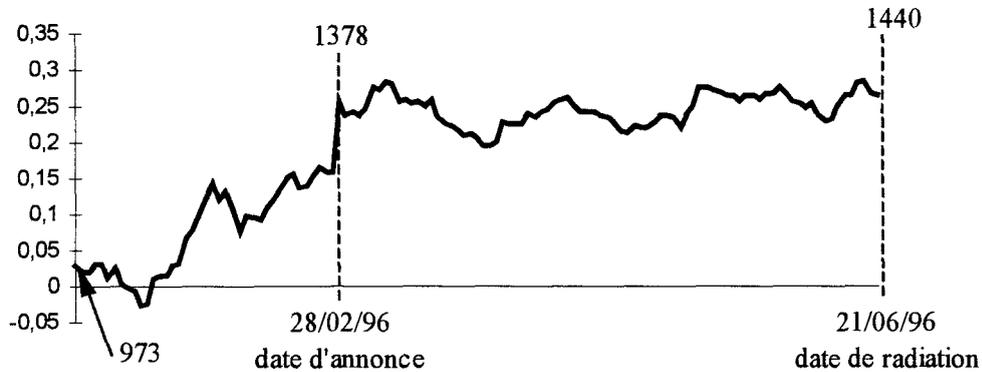
Où RA_{it} = rentabilité anormale du titre i à la date t
 R_{it} = rentabilité du titre i à la date t
 R_{mt} = rentabilité de l'indice équilibré à la date t

Date	Cours du titre i	Rentabilité du titre i R_i	Cours SBF	Rentabilité du SBF 120 R_{SBF}	Rentabilité anormale du titre i RA_i	Rentabilité cumulée du titre i $RACUM$
1	I_1		X_1			
2	I_2	$\ln(I_2/I_1)$	X_2	$\ln(X_2/X_1)$	$R_{SBF(2)} - R_{i(1)}$	$RACUM_{(1)} + RA_{i(2)}$

Résultats

Notre recherche s'intéresse particulièrement à l'évolution journalière du titre autour de la date d'annonce du 28 Février 1996. La période d'étude se situe du 2 Janvier 1996 au 21 Juin 1996, date de radiation de la cote du titre Chargeurs, soit $\{-41 ; +81\}$ jours autour de la date de référence. Selon notre première hypothèse de recherche, l'annonce de la scission sur la richesse des actionnaires est estimée par la rentabilité anormale "positive" des actions sur le marché boursier. En effet, le jour de l'annonce, le cours de fermeture est de 1939 francs soit une évolution positive de +10,87% par rapport au cours précédent. Le SBF 120 subissait quant à lui une augmentation de 1,11% ce jour là ; soit une rentabilité anormale du titre de 9,76%⁴. La rentabilité anormale cumulée du titre Chargeurs du 3/01/96 au 21/06/96 est présentée au graphique suivant :

⁴ Les détails des calculs sont présentés en annexe 1

Figure 6.2 : Rentabilité anormale cumulée du titre Chargeurs

Nous remarquons en effet une rentabilité anormalement positive du cours de bourse le jour de l'annonce (date 28/02/96). Nous pouvons considérer que les investisseurs ont réagi positivement à l'annonce de la scission puisque le cours continue en moyenne d'augmenter jusqu'à sa date de radiation. La rentabilité anormale cumulée au 21 Juin 96, dernier jour de cotation du titre est de 26,5%. L'hypothèse 8 de création de valeur au moment de l'annonce de la scission est ici confirmée.

Concernant l'hypothèse 2, Miles et Rosenfeld (83) précise qu'une entreprise atteignant une taille critique, à activités très diversifiées, trouve dans la technique de la scission, un moyen de diminuer le manque de synergie et une perte dans les économie d'échelle au sein de la firme. Nous comparons par conséquent la valeur moyenne de la société-mère Chargeurs avant la scission (du 2/01/96 au 21/06/96) aux valeurs moyennes cumulées des deux sociétés issues de la scission sur une période environ de 15 mois (du 24/06/96 au 6/10/97). La valeur du titre chargeurs serait alors inférieure à la valeur cumulée de Pathé et Chargeurs international, soit :

$$\begin{array}{ccc} \text{Valeur moyenne} & < & \text{Valeur moyenne} & + & \text{Valeur moyenne} \\ \text{de l'action} & & \text{de l'action} & & \text{de l'action} \\ \text{Chargeurs} & & \text{Pathé} & & \text{Chargeurs Intern.} \\ & & \underbrace{\hspace{10em}} & & \\ & & \downarrow & & \\ \text{du 2/01/96 au 21/06/96} & & \text{du 24/06/96 au 6/10/9} & & \end{array}$$

Chargeurs	Chargeurs International	Pathé
Moyenne des Cours fermeture journalier du 2/01/96 au 21/06/96	Moyenne des Cours fermeture journalier du 24/06/96 au 6/10/97	Moyenne des Cours fermeture journalier Du 24/06/96 au 6/10/97
1283	286	1297

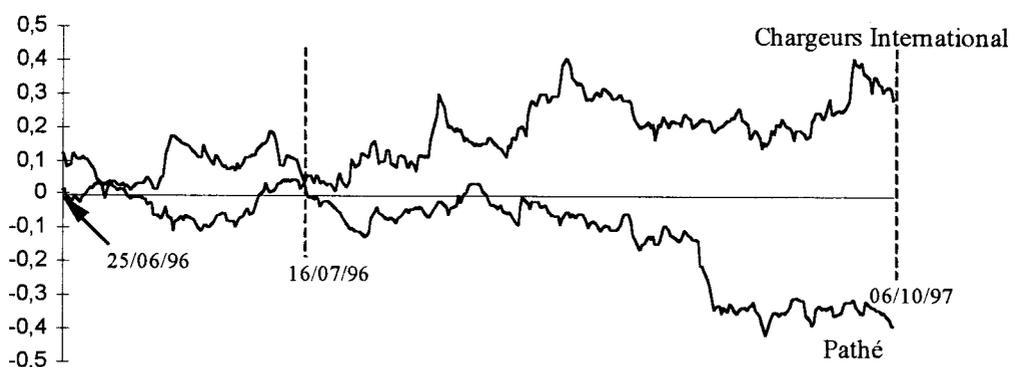
$$\begin{array}{c} 1283 < 286 + 1297 \\ \text{(soit +23.4\%)} \end{array}$$

La richesse des actionnaires de Chargeurs, lesquels sont devenus actionnaires de Chargeurs International et de Pathé a augmenté de 23,4% sur une période de 15 mois après la réalisation de la scission. L'hypothèse de création de valeur post-scission semble donc se confirmer dans ce cas précis. Cependant ce résultat est à nuancer puisque l'évolution du marché (SBF120) a été de +21,1%. Il faudrait par conséquent comparer l'évolution des titres Chargeurs Int. et Pathé avec leurs concurrents respectifs afin de déterminer si cette augmentation de valeur est particulière à ces deux entreprises ou à l'ensemble du secteur d'activité concerné.

La troisième hypothèse vient nuancer l'affirmation de création de valeur pour les deux sociétés issues de la scission. Nous supposons ainsi que la scission privilégie l'une des entités scindées, c'est à dire que l'une verrait sa valeur de marché diminuer dans le temps tandis que l'autre augmenterait sa valeur. Cette perte/augmentation de valeur n'est a priori pas symétrique ; elle trouverait son explication dans le fait que les entreprises scindées ne peuvent plus être aidées dans leur gestion par la société-mère, et l'une d'entre elles pourrait être ainsi défavorisée et moins performante dans sa gestion.

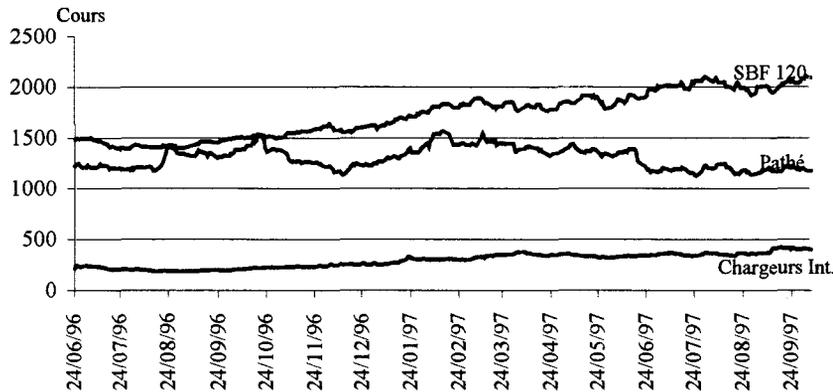
Afin de soumettre cette hypothèse à la réalité du cas Chargeurs, nous comparons l'évolution des titres journaliers Chargeurs International et Pathé du 24/06/96 au 6/10/97. Nous obtenons cette courbe représentant la rentabilité anormale cumulée des deux titres sur la période considérée :

Figure 6.3 :
Rentabilité anormale cumulée de Chargeurs Int. et de Pathé



La rentabilité anormale cumulée de l'une des sociétés issues de la scission diminue tandis que l'autre augmente. Notre hypothèse semble se confirmer, cependant ce résultat est à nuancer au regard de l'évolution des cours journaliers des titres Chargeurs Int. et Pathé par rapport à l'évolution journalière de l'indice SBF 120 : Ainsi, le cours du titre Pathé est toujours largement supérieur au cours du titre Chargeurs Int. Même si l'évolution du cours de Pathé est symétriquement opposée à celle du SBF 120, le cours reste néanmoins plus ou moins stationnaire. L'évolution du cours de chargeurs Int. suit quant à lui une croissance quasi-similaire au SBF 120, tout en restant à un cours largement inférieur du SBF.

Figure 6.4 :
Evolution des cours de Pathé et de Chargeurs Int.
en fonction de l'indice SBF 120



Conclusion sur l'exemple du groupe Chargeurs

Cette scission d'une entreprise industrielle cotée peut être soulignée comme une première en France. Chargeurs a choisi de se recentrer sur son métier de base, le textile, en scindant ses activités textile et communication. Ce recentrage permet de satisfaire les investisseurs qui se désintéressaient de plus en plus du titre et de leur proposer une stratégie clarifiée leur permettant un investissement direct dans des activités homogènes. Ce recentrage peut être considéré comme un recentrage « défensif » ayant comme objectif double : un assainissement de la situation financière de la firme et une réponse aux attentes du marché.

- Section 2- Les conséquences du recentrage sur la post-performance financière des groupes

2.1 La méthodologie suivie lors de l'étude

Nous avons calculé les variations (en pourcentage) de certains ratios comptables et financiers entre l'année suivant puis deux ans après le désengagement. Afin, de tenir compte des variations liées à la conjoncture économique, nous avons ajusté ces variations par leurs valeurs moyennes sectorielles⁵. Le choix des principaux ratios comptables et des différents secteurs industriels concernés, découle des normes établies dans les « enquêtes entreprises » de l'Insee. L'hypothèse posée est :

H10 : L'évolution de la performance financière du groupe en phase de recentrage est supérieure à l'évolution moyenne de la performance financière des secteurs concernés, sur une même période.

La significativité des résultats est obtenue par un test de rang signé de Wilcoxon. Ce test de rang est basé sur l'hypothèse centrale d'une distribution symétrique des variations, ce qui n'est pas tout à fait le cas. Ce test doit donc être interprété avec prudence.

$$\text{Soit } W_n^+ = \sum_{i=1}^N K_{it} 1_{R+}^i$$

où K_{it} est le rang de la rentabilité anormale du titre i à une date donnée t et, 1_{R+} la variable indicatrice égale à 1 si la rentabilité anormale est strictement positive, 0 sinon. Le test statistique associé s'écrit :

$$z = \frac{W_n^+ + \frac{n(n+1)}{4}}{\frac{1}{24}n(n+1)(2n+1)} \sim N(0,1)$$

Les ratios comptables et financiers sont classés selon trois catégories présentés dans le tableau 6.4. La méthodologie suivie pour le calcul de ces différents ratios est présentée en annexe 3. Les résultats sont présentés en annexe 5.

Tableau 6.4 :
Ratios comptables et financiers ex-post

Ratios d'activité (RA)	CA H.T/Actif net CA HT/Fonds propres Fonds propres/Immobilisation nettes
Ratios de structure (RS)	Endettement financier/Fonds Propres (PG) Endettement financier/Passif
Ratios de rentabilité (RR)	Résultat Net (PG)*/CA HT EBE/CA HT Résultat d'exploitation/CA HT Résultat net comptable (PG)/FP RAFFI/CA HT RAFFI/ACTIF Résultat financier net d'éléments exceptionnel/FP
Ratio boursier	Indice de Treynor

⁵ Se référer à l'annexe 2 pour la présentation des différents secteurs d'activités distingués.

2.2 Les résultats de l'étude empirique

Les principaux résultats financiers sont présentés dans le tableau 6.5 :

Tableau 6.5 :
Performance ex-post des firmes

Variations en %	Nombre d'observations	Moyenne	Médiane	Ecart type (valeur brute)
EBE/CA HT				
Variations ajustées 0+1*	28	+2,40	3,67	0,081
Variations ajustées 0+2**	15	+3,50	3,40	0,061
Rexp/CA HT				
Variations ajustées 0+1***	28	+2,06	1,81	0,0401
Variations ajustées 0+2**	15	2,39	2,08	0,0333
RNC/CP				
Variations ajustées 0+1	28	-1,46	-1,41	0,0659
Variations ajustées 0+2	15	-0,87	-1,16	0,0561
RNC/CA HT				
Variations ajustées 0+1	28	-1,01	-0,13	0,051
Variations ajustées 0+2	15	-0,55	-0,45	0,0324
CA/FP				
Variations ajustées 0+1	28	-28,98	-38,89	2,137
Variations ajustées 0+2	15	+12,80	8,50	2,151
CA/Actif				
Variations ajustées 0+1*	28	-22,02	-22,38	0,539
Variations ajustées 0+2	15	-13,49	0,279	0,495
Dettes/Passif				
Variations ajustées 0+1**	28	+4,06	6,28	0,0964
Variations ajustées 0+2	15	+3,65	3,24	0,099
Dettes/FP				
Variations ajustées 0+1**	28	+20,60	12,99	0,478
Variations ajustées 0+2*	15	+24,48	6,34	0,609

*, **, *** : variation significatives au seuil de 90%, 95% et 99%, respectivement

2.2.1 L'évolution de la rentabilité du cycle d'exploitation

Tableau 6.6 :
Rentabilité du cycle d'exploitation

Variations en %	Nombre d'observations	Moyenne	Médiane	Ecart type (valeur brute)
EBE/CA HT				
Variations ajustées 0+1*	28	+2,40	3,67	0,081
Variations ajustées 0+2**	15	+3,50	3,40	0,061
Rexp/CA HT				
Variations ajustées 0+1***	28	+2,06	1,81	0,0401
Variations ajustées 0+2**	15	2,39	2,08	0,0333
RAFFI/CA HT				
Variations ajustées 0+1*	28	0,72	1,72	0,044
Variations ajustées 0+2	15	1,38	1,27	0,051

*, **, *** : variation significatives au seuil de 90%, 95% et 99%, respectivement

Le résultat du cycle d'exploitation augmente sensiblement plus que pour les autres firmes du même secteur d'activité. Ainsi si le résultat d'exploitation rapporté au chiffre d'affaires hors taxes (REXP/CAHT) augmente en moyenne de x% pour l'ensemble des secteurs concernés, celui des groupes en phase de recentrage augmentera de (x+2,06%) l'année suivant le désinvestissement, et de (x+2,39%) deux ans après. Le ratio EBE/CA HT suit une évolution sensiblement identique, soit une évolution de (x+2,40%) et de (x+3,50%), respectivement l'année suivante et deux après le désinvestissement, par rapport à la moyenne sectorielle.

Les firmes se recentrant entre 1994 et 1997 connaissent en moyenne une croissance supérieure de la rentabilité d'exploitation par rapport à leurs concurrents, sur la même période. Le recentrage des activités permet d'améliorer la rentabilité du cycle d'exploitation : les actifs sont plus concentrés et la synergie opérationnelle des facteurs de production augmente.

2.2.2 L'évolution de la rentabilité des capitaux propres

Mais cette hausse significative de la rentabilité d'exploitation ne se répercute pas de manière uniforme sur tous les autres ratios. Ainsi la rentabilité des capitaux propres connaît une évolution beaucoup plus faible. Si la moyenne du secteur progresse de $x\%$ pour le ratio RNC/CP, les groupes en recentrage connaîtront en moyenne sur la même période, une baisse de $(x-1,46\%)$ et de $(x-0,87\%)$, respectivement un an et deux ans suivant le désengagement. A noter que ces résultats ne sont pas significatif.

A ce stade de notre réflexion, nous ne pouvons affirmer l'hypothèse 10, telle que la performance financière augmente en phase de recentrage.

Tableau 6.7 :
Autres ratios de rentabilité

Variations en %	Nombre d'observations	Moyenne	Médiane	Ecart type (valeur brute)
RNC/CP				
Variations ajustées 0+1	28	-1,46	-1,41	0,0659
Variations ajustées 0+2	15	-0,87	-1,16	0,0561
RNC/FP				
Variations ajustées 0+1	28	-1,01	-0,98	0,068
Variations ajustées 0+2	15	-0,55	-0,45	0,074
RNC/CA HT				
Variations ajustées 0+1	28	-1,61	-0,13	0,051
Variations ajustées 0+2	15	-0,85	-0,55	0,0324

Cette divergence apparente entre la rentabilité du cycle d'exploitation et la rentabilité des capitaux propres de l'entreprise pourrait s'expliquer en partie par l'évolution de la structure financière des groupes se recentrant. En effet, l'évolution du taux d'endettement est supérieure à l'évolution moyenne des secteurs concernés. Le ratio Dettes sur Fonds Propres subit une croissance significative l'année suivant le désengagement de $(x+20,60\%)$, par rapport à la moyenne sectorielle. Deux ans après le désengagement, cette hausse significative est de $(x+24,48\%)$. Le lien traditionnel entre recentrage et désendettement n'apparaît plus comme immuable. L'objectif principal du recentrage, la

création de valeur pour les actionnaires, n'intègre plus systématiquement une logique financière soutenue de désendettement. Au contraire, l'évolution moyenne du taux d'endettement apparaît plus élevée pour les groupes se recentrant que pour les autres concurrents. Cette croissance du taux d'endettement, et, par conséquent de la charge de la dette, pourrait expliquer en partie le manque de rentabilité des capitaux propres. En effet, la hausse significative de la rentabilité d'exploitation (EBE/CAHT) ou (RAFFI/CAHT) serait en partie absorbée par la charge de la dette.

Performance d'endettement des groupes se recentrant

Cependant le coût moyen des dettes subit une baisse sensible et significative de (-4,5%) par rapport à l'évolution moyenne sectorielle. La performance d'endettement des groupes s'améliore (tableau 6.8) : les groupes ont une évolution plus importante de leur taux d'endettement avec un coût moins élevé que l'évolution sectorielle moyenne.

Tableau 6.8 :
Performance d'endettement des groupes se recentrant

Variations en % du coût des dettes	Nombre d'observations	Moyenne	Médiane	Ecart type (valeur brute)
Frais Financiers/Dettes				
Variations ajustées 0+1**	28	-4,54	-4,10	0,056
Variations ajustées 0+2**	15	-4,47	-4,32	0,050
Dettes/FP				
Variations ajustées 0+1**	28	+20,60	12,99	0,478
Variations ajustées 0+2*	15	+24,48	6,34	0,609

*, ** : variation significatives au seuil de 90% et de 95%, respectivement

Si le manque de rentabilité des fonds propres de l'entreprise n'est pas dû exclusivement à l'augmentation en valeur du poids des charges financières. Une autre explication reste à envisager. La rentabilité des capitaux propres et des fonds propres sont calculés à partir du Résultat Net Comptable (part du groupe), faisant intervenir des éléments exceptionnels pouvant influencer de manière importante la valeur du Résultat final du groupe. Nous calculons par conséquent la rentabilité financière après impôt hors éléments exceptionnels mais y compris éléments financiers.

Performance financière courante des groupes se recentrant

Notre démarche découle de la formulation de la rentabilité financière de Dervaux et Raman (1990) basée sur le coût moyen pondéré du capital, initié par Modigliani et Miller. Elle met en évidence que la rentabilité financière (hors éléments exceptionnels mais y compris éléments financiers) est égal à :

$$\begin{aligned}
 \frac{BN}{CP} &= \frac{\text{Résultat avant impôt}}{CP} (1-t) \\
 &= \frac{\text{RAFFI} - \text{FF}}{CP} (1-t) \\
 &= \frac{R \times \text{Af} - i \times D}{CP} (1-t) \\
 &= [r + (r - i) D/CP] (1-t)
 \end{aligned}$$

- où
- RAFFI = Résultat avant déduction des frais financiers et impôt
 - FF = Frais financiers
 - Af = Actif total
 - i = Coût moyen des dettes (FF/D)
 - r = Rentabilité économique
 - D = Montant des dettes
 - CP = Fonds propres

La rentabilité financière est fonction :

« - de r qui est représentée le rendement moyen d'un franc d'actif avant frais financiers et impôt. Il s'agit bien d'une mesure de la performance technique, commerciale, etc... de l'entreprise totalement indépendante du mode de financement ;

- de $(r - i)$ qui représente la différence entre le rendement d'un franc d'actif et le coût d'un franc de dette. Le gain ou la perte ainsi mis en évidence est multiplié par le rapport D/CP qui mesure l'endettement,

- du taux d'imposition t »⁶.

⁶ B. Dervaux, J.P Raman, « Politique financière de l'entreprise », Economica 1990 – p486.

La formulation dérive de travaux menés sur le coût du capital et le calcul de celui-ci. Si on note :

k : le coût du capital
 kfp : le coût des fonds propres
 kd : le coût des dettes
 CP : les fonds propres
 D : les dettes
 Af : le total bilan

$$k = \frac{(kfp \times CP) + (kd \times D)}{Af}$$

représente le coût moyen pondéré des capitaux investis, lequel est le taux minimum de rendement auquel doit satisfaire un projet d'investissement. De

cette formule du coût moyen pondéré du capital, DERVAUX et RAMAN (1990, p483), tire une autre formule adaptée à l'analyse de la rentabilité

$$k = \frac{(kfp \times CP) + (kd \times D)}{Af} \quad \text{où } Af \neq 0$$

$k \times Af = (kfp \times CP) + (kd \times D)$, et comme $Af = CP + D$, on a :

$$k \times (CP + D) = (kfp \times CP) + (kd \times D)$$

$$k \times CP + k \times D - kd \times D = kfp \times CP$$

$$\frac{(k \times CP) + (k - kd) \times D}{CP} = kfp \quad \text{où } CP \neq 0$$

Dans la formulation de Modigliani & Miller, k et kd sont considérés compte tenu de l'effet fiscal de l'impôt sur les sociétés. Si tel n'est pas le cas et qu'on considère k et kd avant effet de l'impôt sur les bénéficiaires des sociétés, en désignant par t le taux d'imposition, la formulation devient :

$$Kfp = [k + (k - kd) D/CP] (1-t)$$

Le changement d'utilisation (analyse du passé au lieu d'anticipation du futur) entraîne les modifications suivantes d'interprétation. Le coût des fonds propres (kfp) qui représente le niveau exigé de rentabilité devient le taux de rentabilité constaté BN/CP.

Le coût du capital, taux de rendement exigé d'un projet d'investissement devient le taux de rendement constaté des actifs, avant déduction des frais financiers (pris en compte dans kd) et de l'impôt (pris en compte par t). Nous l'appellerons par la suite le rendement économique calculé par le rapport :

$$\frac{\text{Résultat avant déduction des frais financiers et de l'impôt}}{\text{Actif}} = r$$

Le coût des dettes kd devient le coût moyen des dettes avant prise en compte de l'effet fiscal soit : Frais financiers / Dette = i

Ainsi, la formulation devient

$$\frac{BN}{CP} = [r + (r-i) D/CP] (1-t)$$

Les résultats (tableau 6.9) montrent que la variation (en %) de la rentabilité financière hors éléments exceptionnels est significativement plus élevée que la variation moyenne des secteurs industriels concernés. Si la variation moyenne l'année suivante le désengagement, est de x%, celui des groupes en recentrage est de (x+1,64%). Cette hausse significative est d'autant plus importante deux ans après le désengagement ; soit une variation de (x+2,5%) par rapport à l'évolution moyenne sectorielle.

Tableau 6.9 :
Performance financière des groupes se recentrant

Variations en %	Nombre d'observations	Moyenne	Médiane	Ecart type (valeur brute)
Frais Financiers/Dettes				
Variations ajustées 0+1**	28	-4,54	-4,10	0,056
Variations ajustées 0+2***	15	-4,47	-4,32	0,050
Dettes/FP				
Variations ajustées 0+1**	28	+20,60	12,99	0,478
Variations ajustées 0+2*	15	+24,48	6,34	0,609
RAFFI/ACTIF				
Variations ajustées 0+1	28	0,35	0,14	0,024
Variations ajustées 0+2	15	0,61	-0,66	0,045
Rentabilité financière				
$[r+(r-i)D/FP](1-t)$				
Variations ajustées 0+1**	28	1,64	1,59	0,036
Variations ajustées 0+2*	15	2,50	1,93	0,058

*, **, ***: variation significatives au seuil de 90%, 95% et de 99%, respectivement

Ainsi, hors éléments exceptionnels, l'évolution de la rentabilité financière des groupes se recentrant est plus élevée que la rentabilité de leurs concurrents. L'hypothèse 10 semble se confirmer : le recentrage permet d'accroître la performance financière des groupes, hors éléments exceptionnels, par rapport à l'évolution de la moyenne sectorielle. Dans une dernière étape, nous proposons l'étude de quelques indicateurs boursiers afin d'affiner notre réflexion ; c'est l'objet de la dernière section.

2.2.3 L'évolution de l'indice de Treynor

Methodologie

La création/destruction de valeur sur le long terme (l'année suivant un désinvestissement) est calcul grâce à l'indice de Treynor. La méthodologie suivie est celle de la théorie du portefeuille adaptée à la performance de l'entreprise. Le coefficient de Treynor est mesuré par la relation suivante :

$$SH = (R - R_f) / \beta$$

Où : - R est le taux de rentabilité moyen sur une période donnée du titre (R),
 - R_f est le taux de rentabilité de l'actif sans risque, et,
 - β représente le risque systématique du titre.

On part de l'hypothèse que le portefeuille de l'investisseur est bien diversifié, et que seul le risque systématique est à prendre en considération. L'indice de Treynor rapporte la rémunération offerte par unité de risque systématique ; il permet d'apprécier la création de valeur pour l'actionnaire en comparant l'indice à l'indice de Treynor à l'équilibre tel que :

$$SHe = (Re - R_f) / \sigma$$

où $Re = R_f + \beta_j(E(RM_t) - R_{ft})$, conformément au Médaf.

Si l'indice de Treynor est supérieure à cette norme (She), l'entreprise a offert sur la période considérée, une rentabilité ajustée au beta, supérieure à celle requise par les actionnaires. On peut alors considérer qu'il y a eut création de valeur sur la période considérée. Nous adoptons cette méthodologie pour évaluer la création de valeur potentielle liée aux activités de recentrage. Nous choisissons de tester le modèle de Treynor, l'année suivant un désengagement dans un but de recentrage.

Note sur la base de données et la méthodologie

La base de données est celle sur laquelle nous avons effectué le calcul des rentabilités anormales au moment de l'annonce des opérations de désinvestissement (section 1). Les cours sont des cours de clôture ; nous avons pris en considération les dividendes distribués au date t ; nous avons lissé les cours par la méthode de la répartition uniforme afin d'éviter les données manquantes.

Le calcul des rentabilités anormales se fait sur une période de 12 mois, et de 24 mois, à partir de la date de désinvestissement ; ce qui implique un calcul de l'évolution du beta, au jour le jour, sur la période considérée. En effet, le beta initial à la date de réalisation d'un désinvestissement a été calculé sur une période d'observation de 30 jours avant cette date. Nous avons ensuite calculé l'évolution de ce beta au jour le jour pendant la période d'étude. Enfin, le taux sans risque pris en considération est le taux au jour le jour, et l'indice de marché représentant le mieux notre échantillon est l'indice SBF 250.

Résultats

Tableau 6.10 : Evolution des indices boursiers

Evolution de l'indice de Treynor	Nombre d'observations	Moyenne	Médiane	Ecart type (valeur brute)
Indice de Treynor				
Un an après le désengagement***	26	+1,677	0,335	0,02612
Deux ans après le désengagement**	12	+3,109	2,495	0,030

** , *** significatif au seuil de 95% et de 99%, respectivement
Test de Wilcoxon signé

Rangs

		N	Rang moyen	Somme des rangs
NORME1 - indice treynor (0+1)	Rangs négatifs	20 ^a	15,10	302,00
	Rangs positifs	6 ^b	8,17	49,00
	Ex aequo	0 ^c		
	Total	26		
NORME2 - indice de treynor (0+2)	Rangs négatifs	11 ^d	7,00	77,00
	Rangs positifs	1 ^e	1,00	1,00
	Ex aequo	0 ^f		
	Total	12		

- a. NORME1 < indice treynor (0+1)
 b. NORME1 > indice treynor (0+1)
 c. indice treynor (0+1) = NORME1
 d. NORME2 < indice de treynor (0+2)
 e. NORME2 > indice de treynor (0+2)
 f. indice de treynor (0+2) = NORME2

Test^b

	NORME1 - indice treynor (0+1)	NORME2 - indice de treynor (0+2)
Z	-3,213 ^a	-2,981 ^a
Signification asymptotique (bilatérale)	,001	,003

- a. Basée sur les rangs positifs.
 b. Test de Wilcoxon

Nous remarquons une création de valeur en moyenne de +1,677%. Cette création de valeur implique que la rentabilité réelle du titre l'année suivant le désinvestissement est supérieure de +1,677%, par rapport à la rentabilité attendue par l'ensemble des investisseurs (évaluée par la méthode du MEDAF). De même, cette création de valeur augmente deux ans après le désinvestissement réalisé, elle est de +3,1% par rapport à ce qu'espéraient les investisseurs. Les opérations de recentrage et notamment les désinvestissements, impliquent par conséquent, une création de la valeur, les deux années suivant un désengagement stratégique.

Conclusion du chapitre 6

Nous concluons ce chapitre par un récapitulatif des hypothèses émises et leurs résultats :

Hypothèses sur la performance des groupes en phase de recentrage	Résultats
<p><u>Hypothèses sur l'étude d'événement</u></p> <p>H6 : Les annonces d'opérations de désinvestissement dans un but de recentrage ont un impact positif sur le cours des actions</p> <p>H7 : Les annonces d'opérations d'investissement dans un but de recentrage ont un impact positif sur le cours des actions</p> <p>H8 : L'effet d'annonce de la scission sur les cours des actions Chargeurs est positif</p> <p>H9 : La valeur cumulée de Chargeurs Int. et de Pathé après la scission est supérieure à la valeur de Chargeurs avant scission</p> <p>H9bis: Un an après la scission, la rentabilité anormale d'une des sociétés décroît tandis que l'autre augmente</p>	<p>R6 : Confirmée</p> <p>R7 : Non confirmée</p> <p>R8 : Confirmée</p> <p>R9 : Confirmée</p> <p>R9 bis : Confirmée</p>
<p><u>Hypothèse sur l'étude post-performance</u></p> <p>H10 : L'évolution de la performance financière du groupe en phase de recentrage est supérieure à l'évolution moyenne de la performance financière des secteurs concernés, sur une même période.</p>	<p>R10 : Confirmée</p>

CONCLUSION GENERALE

Conclusion générale

La finalité de ce travail doctoral est de mieux connaître les différents aspects liés au recentrage stratégique tant au niveau opérationnel que financier. Deux objectifs complémentaires ont alors guidé notre approche.

Le premier objectif réside dans la présentation du cadre d'analyse du recentrage stratégique (1ère partie). Celui-ci a pour objectif de démontrer que l'étude du recentrage des activités s'est développée au fil du temps, par l'emprunt de connaissances théoriques émanant de champs académiques variés : la finance et la stratégie. Ensuite l'exploration empirique concernant les opérations de recentrage réalisées en France entre 1994 et 1997, a constitué le second objectif de notre thèse (2^{ème} partie). Cette phase d'exploration a permis de construire, tout d'abord, un modèle de représentation des principales caractéristiques des opérations de recentrage. Ensuite, l'étude des conséquences financières post-recentrage a permis de souligner une création nette de valeur liée à ce type de trajectoire stratégique.

Nous présenterons dans cette conclusion un rappel des principaux résultats de la recherche. Nous en tirerons un certain nombre d'apports pratiques, méthodologiques et théoriques. Puis nous ferons le point sur les principales limites de notre travail, avant d'en suggérer plusieurs pistes de prolongement.

Les principaux résultats obtenus

Les principaux résultats découlent de la deuxième partie de la recherche. L'étude empirique concerne les groupes industriels français, en phase de recentrage entre 1994 et 1997, soit un échantillon de 19 groupes.

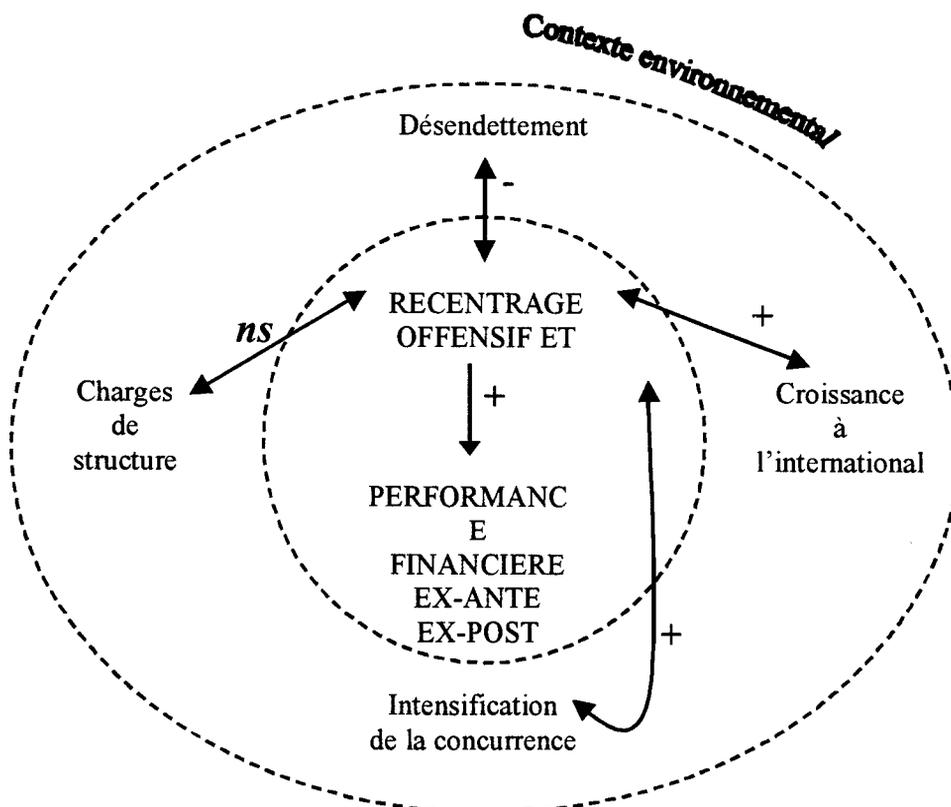
- ☞ La majorité des groupes ont opté pour un recentrage de type défensif ; seuls cinq groupes sont dans une situation offensive et ont une évolution du taux d'investissement plus élevé que l'évolution de la moyenne sectorielle considérée.
- ☞ De nombreuses techniques de restructuration sont utilisées lors d'un recentrage stratégique : la vente, la scission, les achats d'actifs dits stratégiques. Nous assistons à un développement soutenu des accords inter-entreprises permettant aux groupes de minimiser certaines dépenses d'investissement.
- ☞ Nous avons insisté sur une technique de restructuration qui reste originale en France, la scission d'entreprise, seule technique à aboutir à la dissolution complète de la maison-mère. L'étude de cas que nous avons réalisée sur la scission du groupe Chargeurs a permis notamment, de présenter le cadre théorique lié à ce type de restructuration, lequel reste peu étudié en France, ainsi que de tester certaines hypothèses liées à la création de valeur.
- ☞ Egalement, le lien traditionnel entre le recentrage et le désendettement a été étudié. Notre recherche permet de souligner qu'au niveau de notre échantillon, cette relation n'a pas été vérifiée. En effet, les groupes qui se recentrent ont une évolution de leur taux d'endettement plus élevée que l'évolution moyenne sectorielle. Ces groupes s'endettent plus que leurs concurrents ; ce qui laisse entendre que le recentrage n'est plus considéré comme une stratégie de repli exclusif, imposée par la faible performance de la firme, mais comme une stratégie offensive permettant de concentrer les ressources du groupe sur un savoir-faire précis et créateur de valeur.

☞ Les conséquences du recentrage sur la performance du groupe ont été étudiées par différentes études :

- une étude d'événement au moment de l'annonce des opérations de désinvestissement et d'investissement réalisée au cours d'un recentrage stratégique. Cette étude montre une rentabilité anormale au moment de l'annonce des opérations de désinvestissement, ce qui confirme les résultats d'études antérieures. Concernant l'annonce des opérations d'investissement dans les actifs dits stratégiques d'un recentrage, aucune rentabilité anormale n'a été soulignée.
- une étude post-événementielle analysant différents ratios comptables et financiers. Cette étude montre une création de valeur post-recentrage.

Ces principaux résultats nous permettent de présenter le modèle de recherche final (figure I).

Figure 7.0 : le modèle de recherche



Les apports de la recherche

De ces résultats se dégagent un certain nombre d'apports pratiques, méthodologiques et théoriques.

Les apports pratiques de cette recherche réside dans la mise en valeur des différentes facettes d'un phénomène récurrent de la vie économique des groupes. Nous insistons sur certains aspects qui confirment que le recentrage est devenu ces dernières années, plus qu'une trajectoire de repli, une véritable option stratégique aux conséquences organisationnelles et financières importantes et irréversibles. Le fait que l'évolution du taux d'endettement est supérieure à l'évolution moyenne sectorielle l'année suivant un désinvestissement souligne la volonté des groupes à se diriger vers une voie de croissance et non pas vers un repli stratégique. Cependant, il est à souligner que pour la majorité des groupes l'évolution du taux d'investissement reste inférieure à l'évolution de la moyenne sectorielle.

L'étude empirique a donné lieu à plusieurs apports méthodologiques. Cette recherche, a utilisé des outils d'étude variés. Premièrement, nous soulignons que le recentrage doit être analysé par différents indicateurs : les indices de concentration (Herfindahl et Entropie) sont associés à d'autres indicateurs tels que les articles de presse et les annonces officielles émanant des instances dirigeantes. L'utilisation d'un seul indicateur amène parfois à des diagnostics erronés. De même, l'étude des conséquences du recentrage sur la performance de la firme doit également impliquer différents types d'étude : des études de cas, une étude d'événement et une post-événementielle.

- L'étude de cas sur la scission du groupe Chargeurs souligne la création de valeur au moment de l'annonce de la scission et l'évolution opposée des cours boursiers pour les deux sociétés issues de la scission (évolution croissante pour l'une et décroissante pour l'autre),
- L'étude d'événement et l'étude post-événementielle soulignent elles aussi la création de valeur liée aux opérations de recentrage.

L'apport théorique réside dans le prolongement des travaux réalisés autour du recentrage stratégique et de ses conséquences sur la performance de la firme. Dans un premier temps nous avons proposé un historique des études réalisées autour de ce thème ; ces études étant principalement anglo-saxones. Dans un deuxième temps, nous nous sommes intéressés à l'opération elle-même et à ses caractéristiques intrinsèques. Nous apportons ainsi de nouveaux éléments de réflexion tel que la relation entre le recentrage et le désendettement, qui apparaissait immuable, il y a quelques années encore. L'étude réalisée sur des groupes en phase de recentrage entre 1994 et 1997 ne confirme cependant pas cette tendance. Enfin, dans un dernier point, nous analysons les conséquences du recentrage sur la performance financière de la firme, au moment même de l'annonce de l'opération de recentrage et les deux années suivant cette annonce.

Les limites de la recherche

Les principales limites sont d'ordre méthodologique.

- En effet, même si nous n'avons pas visé à obtenir un échantillon représentatif de la population des groupes industriels français, notre échantillon d'enquête reste très réduit (19 groupes). Nous avons sélectionné ces 19 groupes en fonction des critères que nous avons établi au début de notre recherche (un indice d'herfindhal en hausse et un indice d'entropie en baisse, cumulés avec une annonce officielle des instances dirigeantes sur le recentrage en cours de réalisation). Par conséquent la généralisation des résultats ne peut être affirmée.

- La typologie des recentrages reste exploratoire et n'est pas exhaustive. Les variables explicatives retenues ont été choisies de manière subjectives (même si ce choix s'est fondé sur une analyse de la littérature). Sans doute d'autres variables sont-elles susceptibles de caractériser le recentrage, de manière aussi pertinente.

- L'étude post-performance souligne non pas l'évolution d'un ratio dans le temps, mais son évolution par rapport à l'évolution moyenne sectorielle. La significativité des résultats est obtenue par un test de rang signé de Wilcoxon. Ce test de rang est basé sur l'hypothèse centrale d'une distribution symétrique des variations, ce qui n'est pas tout à fait le cas. Ce test doit donc être interprété avec prudence.

Perspectives de recherche

Notre travail doctoral a pour objectif l'approfondissement du champ de recherche lié au recentrage et à ses conséquences sur la performance financière du groupe. Il doit être considéré comme un propos d'étape. En effet, bien qu'il ait permis de dégager certains résultats intéressants, il ne prétend pas avoir fait le tour des connaissances relatives au champ d'étude des recentrages stratégiques. C'est pourquoi, des travaux complémentaires ultérieurs sont envisagés, dans le but d'enrichir notre première approche :

- Nous pensons vérifier sur un échantillon plus grand et sur une période de temps plus longue les résultats obtenus. Si le nombre de groupes français reste cependant restreint, cette étude peu s'étendre aux groupes européens entamant une trajectoire stratégique similaire.
- Nous souhaitons également tester d'autres approches méthodologiques concernant les études de rentabilités anormales, et associer à ces études de nouveaux tests statistiques.
- Enfin, concernant l'étude des variations des ratios comptables et financiers, nous souhaitons comparer l'évolution des ratios avec celle d'un échantillon dit de « contrôle », ayant les mêmes caractéristiques intrinsèque des groupes à étudier. Ainsi l'effet « taille » serait par conséquent pris en considération, ce qui n'est pas le cas dans notre recherche.

BIBLIOGRAPHIE

ABBOU E. - « L'évolution récente du mouvement de concentration en France : bilan, situation actuelle et perspectives » - Revue de la Concurrence et de la Consommation » - n°44, juillet-août -p12-19 - 1988.

AKHIGBE A., MADURA J. - « Intra-industry effects of voluntary corporate liquidations » - Journal of business Finance and Accounting - 1996, vol 23, n°7 - p915-930.

ALEXANDER G. J., BENSON P. G., KAMPMEYER J. M. - « Investigating the valuation effects of announcements of voluntary corporate selloffs - The journal of Finance - 1984, vol XXXIX, n°2 - p503-517.

ALLEN J., LUMMER S., McCONNELL J., REED D. - « Can takeover losses explain spinoff gains ? » - Journal of Financial Economics - vol 54, p75-101 - 1995.

ALLOUCHE J. - « Redéploiement et restructurations (l'actualité de la croissance externe) » - Recherche Economique et Sociale - 1975.

ALLOUCHE J. - « Redéploiement et restructurations (l'actualité de la croissance externe) » - Recherche Economique et Sociale - 1982.

AMILUD Y., LEV B. - « the risk reduction as managerial motive for conglomerate mergers » Bell Journal of economics, 12(2), Automne p605-617 - 1981.

ASQUITH P., BRUNNER R. F., MULLINS W. - « The gains to bidding firms from mergers » - Journal of Financial Economics - vol 11, n° 1, p121-139 - 1983.

ASQUITH P., GERTNER R., SCHARFTEIN D. - « An anatomy of financial distress : an examination of junk-bond issuers » - NBER Working Paper n°3942, Cambridge - 1991.

BASTCH Laurent - *Finance et stratégie* - Economica - 1999

BATSCH Laurent - « La diversité des activités des groupes industriels : une approche empirique du recentrage » - Revue d'Economie Industrielle - 1993, n°66 - p33-50.

BATSCH Laurent - « La mesure de la diversité des activités des groupes » - cahier du CEREG n°92-15, université Paris IX-Dauphine - 1992.

BATTEAU P. - « Finance et stratégie : divergences et convergences » - Mélanges en l'honneur de Jean Guy Mériqot/sous la direction d'André Labourdette - Economica - p361-376 - 1992.

BATSCH Laurent - « Aspects financiers et stratégiques des politiques de recentrage des groupes industriels en France » - Thèse de Sciences de Gestion, université Paris IX-Dauphine - 1992.

BAVAY F., BEAU D. - « L'impact des politiques de croissance externe : l'expérience des entreprises françaises au cours des années quatre-vingt » - Economie et Statistique - n°229 - 1990.

BAUMOL W. J., HEIM P., MAKIEL B., G., QUANDT R. E. – « Earning retention, new capital and the growth of the firm » - Review of Economics and Statistics – vol 55, p128-131 – 1970.

BEAU D., SANANES J-C. - « Les opérations de croissance externe des entreprises françaises : constats et perspectives » - - Revue d'Economie Industrielle - 1990, n°54 - p100-112.

BERGH D. D. – « Problems with repeated measures analysis : demonstration with a study of the diversification and performance relationship » - Academy of Management Journal – vol 38, n°6 - p1692-1708 – 1995.

BERGER P. G., OFEK E. - « Diversification's effect on firm value » - Journal of Financial Economics - vol 37 - p39-65 - 1995.

BERGER P. G., OFEK E. - « Bustup Takeovers of Value-destroying diversified firms » - Journal of Finance - vol LI, n°4 – p1175-1200 - 1996.

BERGER P. G., OFEK E. - « Causes and effects of corporate refocusing programs » - Working Paper – 1998.

BERRY – « Corporate diversification and market structure » - Bell Journal of Economics and Management Science – vol 5, p196-204 – 1974.

BETHEL J., LIEBESKIND J., OPLER T. – « Block Share purchase and corporate performance » - Journal of Finance – 1998.

BHAGAT S., SHLEIFER A., VISHNY R. – « Hostile takeovers in the 1980s : the return to corporate specialization » - Brookings paper on Economic Activity : Microeconomics, p1-72 – 1990.

BOOT A. W. – « Why hang on to losers ? Divestitures and takeovers » - Journal of Finance – vol 47, n°4, p1401-1423 – 1992.

BRADLEY Michael, DESAI Anand, KIM E. Han - « Synergetic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms » - Journal of Financial Economics - 1988, vol 21 - p3-40.

BROWN S. J., WARNER J. B. – « Measuring security price performance » - Journal of Financial Economics – vol 8, p205-258- 1980.

BROWN S. J., WARNER J. B. – « Using Daily stock returns » - Journal of Financial Economics – vol 14, n°1, p3-31- 1985.

BROWN David T., JAMES Christopher M., MOORADIAN Robert M. - « Asset sales by financially distressed firms » - Journal of corporate finance - 1994, vol 1 - p233-257.

BROWN S. J., WEINSTEIN M. I. – « Derived factors in event studies- Journal of Financial Economics » - vol 14, pp3-31 – 1985.

BUSSON F. , VILLA P. - « Croissance et spécialisation » - Revue Economique - 1997,vol 48, n°6 - p1457-1483.

CAMPBELLE, Lo, et MACKINLAY - « The Econometrics of Financial Markets » - Princeton University Press – 1997.

CARTER J. – « In search of synergy : a structure performance test » - Review of Economic and Statistics – vol59 – p279-289 – 1977.

CHANDLER A. D.- « Strategy and structure » - Cambridge MIT Press - 1962.

CHANDLER A. D.- « The visible hand » - Belknap Press, Cambridge - 1977.

CHARREAU G. – *La mesure de performance des entreprises* – Banques et Marchés N°34 – mai-juin, p46-51 - 1999.

CHARREAU G-« La mesure de performance des entreprises » - Banque et MArché – n°34, mai-juin, p46-51 – 1998.

CHATTERJEE B. « Type of synergy and economic value : the impact of acquisitions on merging and rival firms » - Strategic Management Journal – vol 7, n°2, p119-139 – 1986.

CHATTERJEE B., WERNERFELT B. – « The link between resources and type of diversification : theory and evidence » - Strategic Management Journal – vol 12, p33-48 – 1991.

CHATTERJEE B., BLOCHER J. D. – « Measurement of firm diversification : is it robust ? » - Academic of Management Journal – vol 35, n°4, p874-888 – 1992.

COASE R. H. – « The nature of the firm » - *Economica* – vol 4, p386-405 - 1937

COHEN E. – « Les fusions-acquisitions dans la nouvelle économie » - Sociétal – n°28 , mars – 2000.

COLLINS D.W., DENT W.T. – « A comparison of alternative testing models used in capital market research » - Journal of Accouting Research – vol22, p48-84 - 1984.

COMMENT R., JARELL G. A. - « Corporate focus and stock returns » - Journal of Financial Economics - vol 37 - p67-87 – 1995.

COPELAND T. E., WESTON J. F. – « Financial theory and corporate policy » - reading, Mass : Addison-Wesley – 1979.

DALEY L., MEHROTRA V., SIVAKUMAR R. - « Corporate focus and value creation - Evidence from spinoffs » - Journal of Financial Economics , 1997, vol 45 - p257-281.

De Montmorillon B. - *Les groupes industriels* - Economica 1986

DE BANDT J. - « Qu'en est-il de la dynamique de l'industrie française en cette fin de siècle ? » Revue d'Economie Industrielle - 4^{ème} trimestre - 1997.

DEMSETZ H., LEHN K., - « The structure of corporate ownership : causes and consequences » - Journal of Political Economy - vol 93, n°6 - 1985.

DENIS David J., DENIS Diane K., SARIN Atulya - « Agency problems, equity ownership, and corporate diversification » - The Journal of Finance - 1997, vol LII, n°1 - p135-159.

DERHY A. - « Les fusions acquisitions en France de 1959 à 1992 : évolution et caractéristiques » - Revue d'Economie Industrielle - n°73, p19-44 - 1995.

DERHY A. - « Fusions-acquisitions : a quelles logiques obéissent-elles ? » - Problèmes Economiques - n°2618 - 1999.

DERVAUX B., RAMAN J-P. - « Politique financière de l'entreprise » - Economica - 1990.

DESAI H., JAIN - « Firm performance and focus : long-run stock market performance following spinoffs » - Journal of Financial Economics - vol 54, p75-101 - 1999.

DICKMAN T., PHILBRICK D., STEPHAN J. - « A comparaison of event study methodologies using daily stock returns : a simulation approach » - Journal of Accounting Research - vol 22, supplement, p1-30 - 1984.

DIMSON E. marsh P. - « Event study methodologies and the size effect : the case of UK press recommendations » - Journal of Financial Economics - vol 17, p113-142 - 1986

DUHAIME I., GRANT J. - « Factors influencing diverstment decision-making : evidence from a field study » - Strategic Management Journal - vol 5, p301-318 - 1984.

DYCKMAN T., PHILBRICK D., STEPHAN J.- « A comparaison of event study methodologies using daily stock returns : a simulation approach » - Working Paper, May, Cornell University, NY - 1984.

ECKBO B. Espen, LANGOHR Herwig - « Information disclosure, method of payment, and takeover premiums » - Journal of Financial Economics - 1989, vol 24 - p363-403.

EYNAUDI C. - « Les offres publiques d'achat et d'échange sur le marché financier français » - Revue d'Economie Industrielle - n°58, p86-106 - 1991.

FAMA E. F.- « Foundations of finance » - New York : Basik Books - 1970

FAMA E. F.- « Foundations of finance » - New York : Basik Books - 1976

FAMA E. F., FISHER L., JENSEN M., ROLL R. – « The adjustment of stocks prices to new information » - *International Economic Review* – vol 10, p1-21 - 1969.

Fusions et Acquisitions – « L'année 1998 en France » - Janvier 1999

FEITZ A. – « Fusions-acquisitions : quel montage financier ? » - *Problèmes économiques* – n°2618 – 1999.

FLUCK S., LYNCH A. - « Why do firms merge and divest : a theory of financial synergy » - unpublished working paper, New York University – 1996.

GALAI Dan, MASULIS Ronald W. - « The option pricing model and the risk factor of stock » - *Journal of financial Economics* - 1976, vol 3 - p53-81.

GLASCOCK J. L., DAVIDSON W. N., HENDERSON G. V. – « Announcement effects of Moody's bond rating changes on equity returns » - *Quarterly Journal of Business and Economics* » - vol 26, p67-78 – 1987.

GRANT R. M., JAMINE A. P. – « Performance differences between the Wrigley / Rumelt strategic categories » - *Strategic Management Journal* – vol 9, p333-346 – 1988.

GRAR A. – « Etude d'événement » - *Encyclopédie des marchés financiers* – vol 1 – 1997.

GALLAIS-HAMONNO G., GRANDIN P. – « Les mesures de performance » - *Banque et Marchés* – n°42, p56-60 – 1999.

GRABOWSKI H., MUELLER D. C. – « Life cycle effects on corporate returns on retentions » - *Review of economics and statistics* – novembre – vol 57, p400-409 – 1975.

GRAUER, R. R. – « On the cross-sectional relation between expected returns, bets, and size » - *Journal of Finance* – 1998.

HACHETTE Isabelle - « Opérations financières et transfert de richesse » –PUF - 1994.

HALL Jr E. H., St JOHN C. H. – « A methodology note on diversity measurement » - *Strategic Management Journal* – vol 15, p153-168 – 1994.

HAMEL G., PRAHALAD C. K. – « La conquête du futur » - *Interéditions* – 1995.

HARRIS M., KRIEBEL C. H., RAVIV A. – « Asymmetric information, incentives, and intrafirm resource allocation » - *Management Science* – vol 28, p604-620 - 1982.

HEALY Paul M., PALEPU Krishna G., RUBACK Richard S. - « Does corporate performance improve after mergers » - *Journal of Financial Economics* - vol 31 - p135-175 – 1992.

HENDERSON G. V. – « Problems and solutions in conducting event studies » - The Journal of risk and Insurance – p282-306 – 1990.

HESTON Steven L., ROUWENHORST K. Geert - « Does industrial structure explain the benefits of international diversification » - Journal of Financial Economics - vol 36 - p3-27.- 1994.

HILL C. W., HOSKISSON, R. E. – « Strategy structure in the multiproduct firm » - Academy of Management Review – vol 12, p331-341- 1987.

HITE G. L., OWERS J. E., ROGERS R. C. - « The market for interfirm asset sales » - Journal of Financial Economics - vol 18 - p229-252.- 1987.

HOSKINSSON R., E., HITT, M., A. – « Antecedents and performance outcomes of diversification : a review and critique of theoretical perspectives » - Journal of Management , vol 16, p461-509 – 1990.

HOSKISSON R. E., TURK T. A. – « Corporate restructuring : governance and control limits of the internal capital market » - Academy of Management Review – vol 15, p44-91 – 1990.

INSEE – « 1994 : l'année des grandes entreprises » - n°445 – Insee première – 1996.

INSEE – « Le nombre de groupes d'entreprises a explosé en 15 ans » - n°553 – Insee Première – 1997.

INSEE – « L'industrie en 1999 » - n°711– Insee première – 2000.

INSEE – « La croissance s'est diffusée à la majorité des entreprises en 1998 » - n°696 – Insee première – 2000.

JACOBY N. – « the conglomerate corporation » - Center Magazine – vol 2, p7-15 – 1969.

JACQUEMIN A. - « Stratégies d'entreprise et politique de la concurrence dans le marché unique européen » - Revue d'Economie Industrielle - 1991, n°57 ; 3^{ème} trimestre.

JACQUEMIN A., BERRY C. H. – « Entropy measure of diversification and corporate growth » - Journal of Industrial Economics – vol 27, p359-369 – 1979.

JACQUILLAT B., SOLNIK B. – « Marchés financiers, gestion de portefeuille et des risques » - Dunod – 1990.

JAIN Prem C. – « The effect of voluntary sell-off announcements on shareholder wealth » - Journal of Finance - vol 40, p209-224 – 1985.

JENNY F., WEBER A-P. - « Concentration économique et fonctionnement des marchés » - Economie et Statistique - 1975 - p17-57.

JENSEN M. C. - « Agency cost of free cash flow corporate finance, and takeovers » - American Economic Review - vol.76, mai n°2, p323-329 - 1986.

JENSEN M. C., RUBACK R. S. - « The market for corporate control » - Journal of Financial Economics - 1983, vol 11 - p5-50.

JOHN K., LANG L, NETTER J. - « The voluntary restructuring of large firms in response to performance decline » - Journal of Finance - vol 47, p891-918 - 1992.

JOHN K., OKEK E. - « Asset sales and increase in focus » - Journal of Financial Economics - vol 37, p105-126 - 1995

KAPLAN S. N., WEISBACH M. S. - « The success of acquisitions : evidence from divestitures » - NBER Working Paper 3231. Cambridge, MA - 1990.

KAPLAN S. N., WEISBACH M. S. - « The success of acquisitions : evidence from divestitures » - Journal of Finance - vol XLVII, n°1 - 1992.

KLEIN A. - « The timing and substance of divestiture announcements : individual, simultaneous and cumulative effects » - The Journal of Finance - vol 41, n°3, p685-697 - 1986.

KOENING G. - « Management stratégique » - Nathan - 1990.

KRIFA H. - « Caractéristique et logiques des O.P.A en France » - Revue d'Economie Industrielle - n°53 - p37-53 - 1990.

KUDLA R. J., McINISH T. - « Corporate Spin-offs : strategy for the 1980s » - Quorum Books, Westport, Connecticut - 1984.

LANG L. H. P., POULSEN Annette, STULZ René - « Asset sales, firm performance, and the agency costs of managerial discretion » - Journal of Financial Economics - vol 37, p3-37 1995.

LANG L. H. P., STULZ R. M. - « Tobin's Q, corporate diversification and firm performance » - Journal of Political Economy - 1994.

LANG L. H. P., POULSEN A., STULZ R. M. - « Asset sales, firm performance, and the agency costs managerial discretion » - Journal Of Financial Economics - vol37,p3-37 - 1994.

LANG L. H. P., STULZ R. M., WALKING R. A. - « Managerial performance, Tobin's Q, and the gains from successful tender offers » - Journal of Financial Economics - vol 24, p137-154 - 1989.

LEVY H., SARNAT M. - « Diversification, portfolio analysis and the uneasy case for conglomerate mergers » - Journal of Finance - vol 25, p795-805 - 1970.

LEWELLEN W., LODERER C. - « Merger decisions and executive stock ownership in acquiring firms » - Journal of Financial Economics - vol 7 - p209-231 – 1985.

LEWELLEN W. – « A pure financial rationale for the conglomerate merger » - Journal of Finance- vol 26, p521-537 – 1971.

LICHTENBERG F. R. – « Industrial de-diversification and its consequences for productivity » - Journal of economy Behavior and Organization – vol 18, p427-438 – 1992.

LIEBESKIND J., OPLER T. C. – « The causes of corporate refocusing » - Working Paper - 1993.

LIEBESKIND J – « Knowledge, strategy, and the theory of the firm » - Strategic Management Journal - 1996.

LICHTENBERG F. R. – « The managerial response to regulation of financial reporting for segments of a business enterprise » - Journal of Regulatory Economics – vol 3, p241-249 – 1991.

LIN S. C., ROZEFF M. S. – « The corporate sell-off » , in the Revolution of Corporate Finance – Blackwell, New York – p455 – 1989.

LUBATKIN M., SHRIEVES R. E. – « Towards reconciliation of market performance measures to strategic management research » - Academy of Management Review – vol 11, p497-512 – 1986.

LYS Thomas, VINCENT Linda - « An analysis of value destruction in ATT&T's acquisition of NCR » - Journal of Financial Economics - vol 39 - p353-378 –1995.

MAJD S, MYERSS. C. – « Tax asymmetries and corporate income tax reform » - Effects of taxation on capital accumulation, University of Chicago Press, Chicago – 1987. – 1987.

MALESTA P.H. – « Measuring abnormal performance – the event parameter approach using joint generalized least squares » - Journal of Financial and Quantitative Analysis » - vol 21,n°1 - 1986.

MANDELKER G. – « Risk and return : the case of merging firms » - Journal of Financial Economics – vol 1, p303-335 - 1974.

MARKIDES C. C. «*Diversification, Refocusing and Economic Performance* » - The MIT Press Cambridge – 1996

MARKIDES C., WILLIAMSON P. J. – « Related diversification, core competences and corporate performance » - Strategic Management Journal – summer, p149-165 - 1994.

MATSUSAKA J. G. – « Takeover motives during the conglomerate merger wave » - Rand Journal of Economic – vol 24, p357-379 - 1993.

MAY D. O. – « Do managerial motives influence firm risk-reduction strategies ? » - Journal of Finance – vol 50, p1291-1308 – 1995

Mc DONALD B. – « Event studies and systems methods : some additional evidence » - Journal of Financial and Quantitative Analysis – vol 22, n°4, december – 1987.

MILLER – « Market structure and industrial performance : relation of profits rates to concentration, advertising intensity, and diversity » - Journal of Industrial Economics – vol 17, p104-118 – 1969.

MINTZBERG – « Grandeur et décadence de la planification stratégique » - Dunod – 1994.

MINTZBERG H. – *Le management* – Les Editions d'Organisation 1990.

MITCHELL Mark L., MULHERIN J. Harold - « The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity » - Journal of Financial Economics - vol 41, n°2 - p193-229 – 1996.

MOVAHEDI N., OUZIEL J. – « Fusions et acquisitions : une nouvelle ère » - Revue du Financier – n°112, p136-152 – 1997.

MONTGOMERY C. A., WERNERFELT B. – « Diversification, ricardian rents, and Tobin's Q » - Rand Journal of Economics – vol 19, p623-632 – 1988.

MORK R., SHLEIFER A., VISHNY R. – « Alternativ mechanisms for corporate control » - American Economic Review- vol 79, p842-852 - 1989.

MORK R., SHLEIFER A., VISHNY R. – « Do managerial objectives drive bad acquisitions ? » - Journal of Finance – vol 45, p31-48 – 1990.

MOVAHEDI N., OUZIEL J. - « Fusions et acquisitionsd : une nouvelle ère » - Revue du Financier - 1997, n°112 - p136-152.

MUELLER D. C. – « The corporation : growth, diversification and mergers : fundamentals of pure and applied economics » - London, Harwood Academic Publishers – 1987.

MYERS S. C., MAJLUF N. S. – « Corporate financing and investment decisions when firms have information the investors do not have » - Journal of financial Economics - .1990.

MYERS Stewart C. - « Determinants of corporate borrowing » - Journal of financial Economics – vol 13, p187-221 - 1990.

OSTERLAND A. - « Reverse spin : think spin-offs are great ? Wait until the cycle turns » - Financial World - January 30 - p26-28 –1996.

PALEPU K. G. – « Diversification strategy, profit performance, and the entropy measure » - Strategic Management Journal – vol 6, n°3, p239-255 – 1985.

PARRINO P. - « Spinoffs and wealth transfers : the marriott case » - Journal of Financial Economics - vol 43, p241-274 - 1997.

PATUREL R. - « 1980 : une année importante pour le redéploiement des entreprises françaises » - Revue d'Economie Industrielle - n°16 - p83-112 -1981

PATUREL R. - « 1992 : ralentissement ... ? » - Revue d'Economie Industrielle - n°66 - p83-95 -1993a.

PATUREL R. - « 1993 : une année comme les précédentes » - Revue d'Economie Industrielle - n°70 -p95-116 - 1994.

PATUREL R. - « Analyse des manoeuvres stratégiques des principales entreprises françaises » - Revue d'Economie Industrielle - n°62 - p107-117 - 1992.

PATUREL R. - « Importance comparée des stratégies de croissance externe et de croissance interne dans la croissance des grandes sociétés françaises (1966-1973) » - Revue d'Economie Industrielle - n°9 - p55-100 - 1991.

PATUREL R. - « Les grandes tendances de la restructuration des entreprises françaises en 1990 » - Revue d'Economie Industrielle - n°58 -p121-132 - 1991.

PATUREL R. - « Restructurations des entreprises françaises en 1994 : quelques nouvelles orientations » - Revue d'Economie Industrielle - n°78 -p97-115 - 1996.

PENROSE E. T. - « Theory of the growth of the firm » - Oxford University Press - 1959.

PERDREAU F. - « Désengagements et recentrage en France : 1986-1992 » - Finance, Contrôle et stratégie - vol 1,n°2, p137-165 - 1998.

PETERSON P. A. - « Event studies : a review of issues and methodology » - Quaterly Journal of Business and Economics - summer, vol 28, -36-66 - 1989/

PORTER M. E. " *Choix stratégique et concurrence*" - Economica - 1982.

PETIT J-P., KRAGEN E. - « Une décennie de croissance qui n'est pas si exceptionnelle » - Problèmes économiques - n°2642 - 1999.

POTTIER C. - « Acquisitions et concurrence oligopolistique mondiale. Le cas des groupes industriels français » - Revue Française d'Economie - n°2, printemps - p177-208 - 1993.

PRAHALAD C. K., BETTIS R. A. - « The dominant logic : a new linkage between diversity and performance » - Strategic Management Journal - vol 7, p485-501 - 1986.

PUPION P-C. - « Indices de diversification » - Revue d'Economie Industrielle - n°76, p115-123 - 1996.

RAVENS-CRAFT D. J., SCHERER F.M. – « Life after takeover » - Journal of Industrial Economics – vol 36, p147-156- 1987b.

RAVENS-CRAFT D. J., SCHERER F.M. – « Mergers, sell-offs and economics efficiency » - Washington : Brookings Institution – 1987a.

RAVENS-CRAFT D. J., SCHERER F.M. – « Divisional sell-off : a hazard function analysis » - Managerial & Decisions Economics – vol 12 - 1991.

Revue d'Economie Industrielle N°53 – 1990.

RHOADES S. A. – « The effect of diversification on industry profit performance in 241 manufacturing industries : 1963 » - Review of Economics and statistics – vol, 55, p146-155 - 1973.

RIMBERT J. - « Les concentrations en 1991 » - Revue de la Concurrence et de la Consommation » - n°70, Nov-Déc - p5-27 - 1992.

ROBINS J., WIERSEMA M. F. – « A ressource-based approach to the multibusiness firm : empirical analysis of potfolio interrelationships and corporate financial performance » - Strategic Management Journal – vol 16, p277-298 – 1995.

ROCHE F. – « Fusions, acquisitions, concurrence...le marché dans tous ses états : l'accélération de l'histoire » - Problèmes économiques – n°2618 - 1999.

ROLL R. – « The Hubris hypothesis of corporate takeovers » - Journal of Business, vol.59, p197-216 – 1986.

RUMELT P. – « Strategy, structure and economic performance » - Division of research, Harvard Business School, Boston, MA – 1974

RUMELT P. - « *Diversification Strategy and Profitability* » - Strategic Management Journal, Vol.3,p360 – 1982.

SCHERER F. M. - « Corporate takeovers : the efficiency arguments » - Journal of Economic Perspectives - winter, vol 2, n°1 - p69-82 – 1988.

SCHIPPER K., SMITH A. – « Effects of recontracting on shareolder wealth : the case of voluntary spin-offs » - Journal of financial Economics – vol 12, p437-467 – 1983

SCHWERT G. William - « Markup pricing in mergers and acquisitions » - Journal of Financial Economics - vol 41 - p153-192 – 1996.

SENTIS P. – « Pourquoi les décisions de désinvestissement créent de la valeur » - Revue Française de Gestion – Janvier-février, p106-121 – 1999.

SENTIS P. – « L'impact des opérations de désinvestissement sur la richesse des actionnaires : approche en terme d'asymétrie d'information » - Revue Française de Gestion – janvier-février, p106-121 – 1996. y s 200

SERVAES H. – « Tobin's Q and the gains from takeovers » - The Journal of Finance – vol LXVI, n°1, mars, p409-419 – 1991.

SESSI – « Les groupes structurent l'industrie française » – Enquête du Sessi – n°127 – février 2000.

SESSI Fichier 1997 – Ministère de l'Economie, des Finances et de l'Industrie – Les quatre pages des Statistiques industrielles - février 2000

SEWARD James K., WALSH James P. - « The governance and control of voluntary corporate spin-offs » - Strategic Management Journal - vol 17, p25-39 – 1996.

SHLEIFER A., et VISHNY R. W. – « Takeovers in the '60s and the '80s ; evidence and implication » – Strategic Management Journal – Vol 12, p51-59 – 1991.

SHLEIFER A., VISNHY R. – « Asset liquidity and debt capacity »- Journal of Finance – vol 47, p1343-1366 – 1992.

SINGH H., CHANG S – « Corporate reconfiguration : a resource perspective »- Wharton School, University of Pennsylvania, Philadelphia – 1992.

SHIN H. H., STULZ R. M. – « An analysis of divisional investment policies » - Working Paper, Ohio State University and NBER – 1996.

SHIN H. H., STULZ R. M. – « Are internal capital markets efficient » - Working Paper, Ohio State University and NBER – 1997.

STEIN J. – « Internal capital markets and the competition for corporate resources »- Journal of Finance – 1997.

STULZ R. M. – « Managerial discretion and optimal financing policies » - Journal of Financial Economics – vol 26, p3-27 - 1990.

SUTHERLAND J. W., « A quasy-empirical mapping of optimal scale of enterprise » - Management Science – vol 26, p963-981 – 1980.

SUBRAHMANYAM A., TITMAN S. - « The going public decision and the development of financial markets » - Journal of Finance – 1998.

TALLMAN S., LI J. – « Effects of international diversity and product diversity on the performance of multinational firms » - Academy of Management Journal – vol 39, n°1, p179-196 – 1996.

THIETART R. A. – *La stratégie d'entreprise* – Ediscience. – 1993.

THOLLON-POMMEROL V. – « Les groupes et la déformation du système productif » – Economie et Statistique – n°229, février - 1990.

TOBIN J. – « Liquidity preference as behavior toward risk » - Review of Economic Studies – vol 25, n°2, p65-85 – 1958.

TREYNOR J. L. – « How to rate management of investment funds » - Harvard Business Review – vol 43, janvier-février, p63-75 – 1965.

VENKATRAMAN N., RAMANUJAN V. -"Measurement of business performance in strategy research : a comparison of approaches" - Academy of Management Review, Vol.11, n°4, p801-814 - 1986.

WARNER J., WATTS R., WRUCK K. – « stock prices and management changes »- Journal of Financial Economics – vol 20,p 461-492 - 1988.

WERNEFELT B., MONTGOMERY C. A. – « Tobin's Q and the importance of focus in firm performance » - American Economic Review – vol 78, p246-250- 1988.

WESTON F. J. – « The nature and significance of conglomerate firms » - St john's Law Review – vol 44, p66-80 – 1970.

WILLIAMSON O. E – « Hierarchical control and optimum firm size »- Journal of Political Economy – vol 75, p123-138 - 1967.

WILLIAMSON O. E. – « Corporate Control and Business Behavior» - Englewood Cliffs, NJ : Prentice Hall – 1970.

WILLIAMSON O. E. – « Markets and hierarchies » - The Free Press, NY – 1975.

WILLIAMSON O. E – « Economic rganisation : firms, markets and policy control » - New York University Press, NY - 1986.

WRIGLEY L. – « Divisional autonomy and diversification » - Ph.D. dissertation. Harvard Business School, Boston – 1970.

WRIGHT P., FERRIS S. P. – « Agency conflict and corporate strategy : the effect of divestment on corporate value » - Strategic Management Journal – vol 18, p77-83 – 1997.

RAPPORTS ANNUELS 1994, 1995, 1996, 1997, 1998 des sociétés suivantes : Alcatel, Bolloré, Chargeurs, Ciments Français, Danone, Elf Aquitaine, Eridania Beghin Say, Fives-Lille, La Rochette, Lafarge Coppée, Pechiney, Pernod-Ricard, Rhône-Poulenc, Saint Gobain, Strafor, Schneider, Sommer Allibert, La Lyonnaise des Eaux et Suez-Lyonnaise des Eaux, Usinor, Carbone Laorraine, Air Liquide, Aérospatiale Matra, Bouygues, Bongrain, Canal plus, Carrefour, Clarins, France Télécom, L'Oréal, LVMH, Michelin, Pinault-Printemps-La Redoute, PSA-Peugeot, Renault, Seita, Thomson CSF, TotalFina, Valéo, Vallourec, Vivendi.

**LISTE DES FIGURES
ET
DES TABLEAUX**

LISTE DES FIGURES

Introduction Générale

Figure 0 :	La logique générale de la recherche	8
------------	-------------------------------------	---

Chapitre 1

Figure 1.1 :	Structure de la concentration des groupes en fonction de leur CA (année 1997)	17
Figure 1.2 :	Relations entre secteur d'activités, métiers et recentrage	19
Figure 1.3 :	Relations entre "demandes clientèles" et "métiers"	19
Figure 1.4 :	Le projet productif du groupe	20
Figure 1.5 :	Les deux dimensions de la segmentation stratégique	22
Figure 1.6 :	Le marché des fusions-acquisitions de 1985 à 1998 en valeur (MF)	27
Figure 1.7 :	Le marché des fusions-acquisitions de 1983 à 1998 en nombre	28
Figure 1.8 :	Extrait du rapport annuel de Rhône-Poulenc 1998	29
Figure 1.9 :	Etape de la fusion Hoechst et Rhône-Poulenc	30
Figure 1.10 :	Le recentrage stratégique : objectif opérationnel et financier	31
Figure 1.11 :	Le recentrage stratégique, optique offensive ou défensive	33
Figure 1.12 :	Représentation de la fusion-absorption	34
Figure 1.13 :	Représentation de la fusion dite « à l'anglaise » (apport de titres)	34
Figure 1.14 :	Représentation de la reprise/vente d'activités	35
Figure 1.15 :	Représentation de la prise de contrôle	35
Figure 1.16 :	Représentation des scissions pures et des scissions fusions	37
Figure 1.17 :	Représentation des scissions et fusions	39
Figure 1.18 :	L'appréhension du risque pour les activités conglomerales et recentrées	42
Figure 1.19 :	Présentation des coefficients de Sharpe, Treynor et de l'alpha de Jensen	43

Chapitre 2

Figure 2.1 :	Lien traditionnel entre Diversification et Recentrage	48
Figure 2.2 :	Les différentes formes de stratégie	49
Figure 2.3 :	Lien entre diversification non liée et recentrage	51
Figure 2.4 :	Typologie des trajectoires stratégiques du groupe en phase de croissance	53
Figure 2.5 :	Représentation du recentrage dans une optique de croissance ou de repli	53
Figure 2.6 :	Le concept de performance	55
Figure 2.7 :	L'approche stratégique selon Porter	57
Figure 2.8 :	Modèle général de la perspective théorique de la relation recentrage-performance selon l'hypothèse d'imperfection des marchés et des firmes	58

Figure 2.9 :	Lien entre le niveau de diversification et le bénéfice et le coût marginaux	64
Figure 2.10 :	Coût et bénéfice marginal/Niveau de diversification	65
Figure 2.11 :	Coûts et bénéfices marginaux /niveau de diversification	75
Figure 2.12 :	Au delà du spectre de diversification	77
Chapitre 3		
Figure 3.1 :	Les périodes d'estimation et d'événement	86
Figure 3.2 :	Typologie des firmes recentrées	115
Figure 3.3 :	Vision dichotomique du recentrage	117
Figure 3.4 :	Schéma des différents étapes de la recherche	120
Figure 3.5 :	Le Modèle de recherche	121
Chapitre 4		
Figure 4.1 :	Périodes de calcul des indices de concentration	145
Figure 4.2 :	Répartition des capitaux employés par activité (Suez lyonnaise des Eaux-1998)	151
Figure 4.3 :	Evolution des investissements et des cessions industrielles (Rhône-Poulenc 1998)	154
Chapitre 5		
Figure 5.1 :	Le recentrage offensif et défensif	172
Figure 5.2 :	Les deux voies du désendettement	178
Figure 5.3 :	Extrait du rapport annuel de Rhône-Poulenc	184
Figure 5.4 :	La scission de Chargeurs	186
Figure 5.5 :	Contribution moyenne (90-94) des branches au résultat opérationnel d'Elf Aquitaine	191
Figure 5.6 :	Contribution des branches au résultat opérationnel d'Elf Aquitaine en 1997	194
Figure 5.7 :	Evolution du C.A des entreprises composant l'échantillon de base (CA France, CA Etranger, CA total) – Base 100.	198
Chapitre 6		
Figure 6.1 :	La période d'estimation et d'événement	207
Figure 6.2 :	Rentabilité anormale cumulée du titre Chargeurs	223
Figure 6.3 :	Rentabilité anormale cumulée de Chargeurs Int. et de Pathé	225
Figure 6.4 :	Evolution des cours de Pathé et de Chargeurs Int. en fonction de l'indice SBF 120	226
Conclusion générale		
Figure 7.0 :	Le modèle de recherche	243

LISTE DES TABLEAUX

Chapitre 1	n° de page
Tableau 1.1 : Typologie des groupes en France selon la taille	16
Tableau 1.2 : Les métiers de Lafarge et de Ciment Français	21
Tableau 1.3 : Concentration des groupes sur leur cœur de métier (1997)	26
Tableau 1.4 : Processus de recentrage, le cas de Rhône-Poulenc	28
Tableau 1.5 : Recentrage et conduite stratégique d'entreprise	33
Chapitre 2	
Tableau 2.1 : Les différentes formes de diversifications liées	50
Tableau 2.2 : Les différents types de croissance	52
Chapitre 3	
Tableau 3.1 : Indicateurs et ratios comptables	91
Tableau 3.2 : Indicateurs et ratios boursiers	92
Tableau 3.3 : Autres types d'Indicateurs	92
Tableau 3.4 : Rentabilité anormale au moment de l'annonce du désinvestissement	98
Tableau 3.5 : Typologie de mouvements stratégiques propres aux annonces de recentrage	99
Tableau 3.6 : Résultats de l'étude de Daley, Mehrotra et Sivakumar (1997)	100
Tableau 3.7 : Variables de calcul utilisées dans l'analyse de la performance post-désinvestissement	103
Tableau 3.8 : Représentation des facteurs de changements du recentrage sur les firmes ayant survécu entre 1981 et 1989	107
Tableau 3.9 : Résultats de l'étude de Denis, Denis et Sarin (1997)	111
Tableau 3.10 : Résultats de l'étude de Comment et Jarrel (1995)	114
Tableau 3.11 : Les différents ratios comptables et financiers mesurant la performance	126
Chapitre 4	
Tableau 4.1 : Catégories de diversification : critères d'affectation	138
Tableau 4.2 : Liste des groupes industriels français de l'échantillon	144
Tableau 4.3 : Evolution des indices entre 1994 et 1997	145
Tableau 4.4 : Variation négative de l'indice d'entropie entre 1994 et 1997	146
Tableau 4.5 : Evolution des indices (94/97) de concentration	146
Tableau 4.6 : Evolution des indices de concentration de la Lyonnaise des Eaux	149
Tableau 4.7 : Evolution (97/99) des indices de concentration (Suez-Lyonnaise des Eaux)	150

Tableau 4.8	Evolution des frontières lors du recentrage d'activités	151
Tableau 4.9	Evolution des indices de concentration entre 1995 et 1997 de Rhône-Poulenc	152
Tableau 4.10	Principales acquisitions réalisées entre 1994 et 1998 de Rhone-Poulenc	154
Tableau 4.11	Principales cessions réalisées entre 1994 et 1998 de Rhône-Poulenc	155
Tableau 4.12	Calcul des indices de concentration entre 1994 et 1997 pour le reste de l'échantillon	158
Tableau 4.13	Evolution des indices de concentration de LVMH entre 1994 et 97	160
Tableau 4.14	Evolution de l'indice d'Herfindhal de 1994 à 1997 pour les groupes : Air Liquide, Aérospatial Matra, Michelin et Thomson CSF	161
Tableau 4.15	Extrait des rapports annuels Michelin (de 1994 à 1997)	162
Tableau 4.16	Evolution des investissements et des cessions de Michelin	163
Tableau 4.17	Evolution du C.A du groupe Air Liquide de 1995 à 1997	163
Tableau 4.18	Evolution du C.A de Thomson entre 1994 et 1998	164
Tableau 4.19	L'indice d'Herfindahl de Thomson entre 1994 et 1998	165
Tableau 4.20	Evolution du C.A et de l'indice d'Herfindahl entre 1994 et 1997 de Aérospatiale Matra	166

Chapitre 5

Tableau 5.1	Date du premier désinvestissement au cours de la période 1994-1997	171
Tableau 5.2	Evolution du taux d'investissement ajusté	175
Tableau 5.3	Evolution du taux d'endettement ex-post des firmes	180
Tableau 5.4	Les formes de restructuration en phase de recentrage	181
Tableau 5.5	Opérations d'investissement et de désinvestissement réalisées par les groupes en cours de recentrage (1994-1997)	182
Tableau 5.6	Rhodia – Résultats principaux (1996-1998)	184
Tableau 5.7	Situation patrimoniale des deux sociétés après la scission de Chargeurs	185
Tableau 5.8	Evolution des frontières du groupe	188
Tableau 5.9	Evolution des frontières des groupes recentrés entre 1994 et 1997	189
Tableau 5.10	Les opérations de restructuration du groupe Elf de 1994 à 1997	192
Tableau 5.11	Indice de concentration de 1994 à 1997 du groupe Elf Aquitaine	193
Tableau 5.12	Evolution du taux de charges de personnel ajusté	196
Tableau 5.13	Evolution du taux d'exportation ajusté	199
Tableau 5.14	Evolution du taux d'exportation en fonction du taux de concentration des secteurs concernés	200
Tableau 5.15	Corrélation entre le taux d'importation et le taux de concentration	202
Tableau 5.16	Régression entre la variable constante (le taux d'importation) les variables dépendantes (taux de concentration en fonction des ventes et des exportation (en %)	203

Chapitre 6

Tableau 6.1	Rentabilité anormale des annonces de désinvestissement	211
Tableau 6.2	Rentabilité anormale des annonces d'investissement	211
Tableau 6.3	Montant des dettes obligataires du Groupe Chargeurs avant la scission	220
Tableau 6.4	Ratios comptables et financiers ex-post	228
Tableau 6.5	Performance ex-post des firmes	229
Tableau 6.6	Rentabilité du cycle d'exploitation	230
Tableau 6.7	Autres ratios de rentabilité	231
Tableau 6.8	Performance d'endettement des groupes se recentrant	232
Tableau 6.9	Performance financière des groupes se recentrant	235
Tableau 6.10	Evolution des indices boursiers	237

ANNEXES

SOMMAIRE

Annexe 1 : Présentation des indices de concentration entre 1994 et 1997	p 1
Annexe 2 : Présentation des secteurs d'activité de l'échantillon	p 3
Annexe 3 : Présentation des différents ratios comptables utilisés lors de l'étude empirique	p 5
Annexe 4 : Le marché des fusions-acquisitions en France de 1990 à 1998	p 7
Annexe 5 : Résultats de l'étude empirique	p 9

ANNEXE 1

ANNEXE 2

NOM	SECTEUR D'ACTIVITE	CODE NAF 114 INSEE
ALCATEL	Production et distribution d'électricité, de gaz et de chaleur	G21
BOLLORE	Fabrication de pâte à papier, de papier et de carton	F32
CHARGEURS	Filature et tissage	F21
CIMENT FRANÇAIS	Fabrication de produits céramiques et de matériaux de construction	F14
DANONE	Industrie alimentaire (produits laitiers et autres)	B02
ELF AQUITAINE	Extraction d'hydrocarbures et services annexes	G12
FIVES LILLE	Fabrication d'équipements mécaniques	E23
LA ROCHETTE	Fabrication de pâte à papier, de papier et de carton	F32
LAFARGE	Fabrication de produits céramiques et de matériaux de construction	F14
PECHINEY	Sidérurgie et première transformation de l'acier	F51
PERNOD RICARD	Industrie de la boisson	B03
RHONE POULENC	Industrie pharmaceutique	C31
SAINT GOBAIN	Fabrication de verre et d'articles de verre	F13
STRAFOR	Fabrication de meubles	C41
SCHNEIDER	Fabrication de matériel électrique	F61
SOMMER	Fabrication d'équipements automobiles	D02
SUEZ-LYONNAISE DES EAUX	Captage, traitement et distribution d'eau	G22
USINOR	Sidérurgie et première transformation de l'acier	F51

ANNEXE 3

AGREGATS	DEFINITION
Production (Prod)	Chiffre d'affaires net (CANET) + Production stockée + Production immobilisée
Consommations intermédiaires (CI)	Achats de marchandises + variation de stock marchandises + achats de matières premières + variation de stock matières premières + autres achats et charges externes
Excédent Brut d'Exploitation (EBE)	Valeur ajoutée - salaires et traitements - charges sociales
Résultat courant avant impôts (RBCAI)	EBE + autres produits - autres charges + opérations en commun - opérations en commun + produits financiers de participation + produits financiers des autres valeurs mobilières + autres intérêts et charges assimilé - intérêts et charges assimilées
Taux d'exportation	Chiffre d'affaires à l'exportation/CANET
Taux d'investissement	INV/VA
Taux d'endettement	Dettes financières/total passif Avec dettes financières = lignes emprunts de la déclaration fiscale
Rentabilité globale	RBCAI/ressources stables Avec ressources stables = capitaux propres et assimilés + emprunts hors CBC + amortissements et provisions

ANNEXE 4

Le marché des fusions-acquisitions en France de 1990 à 1998

	Acquisitions franco-françaises		Acquisitions Etrangères en France		Acquisitions Françaises à l'étrangère		Total du marché	
	MF	Nbre	MF	Nbre	MF	Nbre	MF	Nbre
Total 1998	308 269	631	237 321	286	291 267	334	836 857	1 251
Variation/97	+1,4%	-13,7%	+38,9%	-12,3%	+84,5%	+111,7%	+32,3%	-7,7%
Variation/90	+121,9%	-38,6%	+448,1%	-4%	+124,2%	-22,9%	+186,4%	-28,9%
Total 1997	303 957	731	170 908	326	157 889	299	632 754	1 356
Variation/96							+12,6%	+9,1%
Total 1996	322 489	706	156 265	303	83 251	234	562 005	1 243
Variation/95	+329,7%	-7%	+84,1%	+22,7%	+1,1%	+8,8%	+132%	+1,8%
Total 1995	75 043	759	84 871	247	82 342	215	242 257	1 221
Variation/94	+42,5%	+30,9%	-20,6%	+14,9%	+33,7%	6,4%	-19%	+22,7%
Total 1994	130 624	580	106 912	215	61570	202	299 106	997
	+37%	-9,1%	-161,2%	-54%	+45,5%	0	+67,7%	+1,6%
1993	95 108	638	40 934	140	42 316	201	178 358	979
	+15,4%	-18%	-23,5%	-14,6%	-41,7%	-19,3%	-25,2%	-17,8%
1992	112 500	778	53 500	164	72 600	249	238 600	1 191
	+18,9%	-23,9%	+31,4%	-21,9%	-37,2%	-33%	-4,9%	-25,8%
1991	94 600	1 023	40 700	210	115 600	372	250 900	1 605
	-31,9%	0	-6%	-41,9%	-11%	-14,1%	-19,5%	-8,8%
Total 1990	138 900	1 028	43 300	298	129 900	433	311 800	1 759

Source : Fusions & Acquisitions-Janvier 1999-

ANNEXE 5

Tests non paramétriques

Test de Wilcoxon

Rangs

		N	Rang moyen	Somme des rangs
EBECASEC - EBECAGH	Rangs négatifs	18 ^a	15,50	279,00
	Rangs positifs	10 ^b	12,70	127,00
	Ex aequo	0 ^c		
	Total	28		
RNCASECT - RNCCAG	Rangs négatifs	14 ^d	12,29	172,00
	Rangs positifs	14 ^e	16,71	234,00
	Ex aequo	0 ^f		
	Total	28		
EBEVASEC - EBENVAGR	Rangs négatifs	17 ^g	13,82	235,00
	Rangs positifs	11 ^h	15,55	171,00
	Ex aequo	0 ⁱ		
	Total	28		
RNCFPSEC - RNCFPGR	Rangs négatifs	14 ^j	12,29	172,00
	Rangs positifs	14 ^k	16,71	234,00
	Ex aequo	0 ^l		
	Total	28		
CAACTISE - CAACTIGR	Rangs négatifs	13 ^m	11,23	146,00
	Rangs positifs	15 ⁿ	17,33	260,00
	Ex aequo	0 ^o		
	Total	28		
CAFPSECT - CAFPGR	Rangs négatifs	11 ^p	18,09	199,00
	Rangs positifs	17 ^q	12,18	207,00
	Ex aequo	0 ^r		
	Total	28		
FPIMMOSE - FPIMOGR	Rangs négatifs	0 ^s	,00	,00
	Rangs positifs	28 ^t	14,50	406,00
	Ex aequo	0 ^u		
	Total	28		
ENDFPSEC - ENDFPGR	Rangs négatifs	13 ^v	15,46	201,00
	Rangs positifs	15 ^w	13,67	205,00
	Ex aequo	0 ^x		
	Total	28		
INVASECT - INVAGR	Rangs négatifs	7 ^y	12,57	88,00
	Rangs positifs	21 ^z	15,14	318,00
	Ex aequo	0 ^{aa}		
	Total	28		
RCAISECT - RCAIGR	Rangs négatifs	17 ^b	13,94	237,00
	Rangs positifs	11 ^{cc}	15,36	169,00
	Ex aequo	0 ^d		
	Total	28		
REXPSECT - REXPGR	Rangs négatifs	20 ^{ee}	15,75	315,00
	Rangs positifs	8 ^{ff}	11,38	91,00
	Ex aequo	0 ^g		
	Total	28		

Rangs

		N	Rang moyen	Somme des rangs
DETPASS - DETPASSG	Rangs négatifs	17 ^h	16,76	285,00
	Rangs positifs	11 ⁱⁱ	11,00	121,00
	Ex aequo	0 ^{jj}		
	Total	28		
DEFPSECT - DETFPGR	Rangs négatifs	21 ^{kk}	15,24	320,00
	Rangs positifs	7 ^{ll}	12,29	86,00
	Ex aequo	0 ^m		
	Total	28		

- a. EBECASEC < EBECAHG
- b. EBECASEC > EBECAHG
- c. EBECAHG = EBECASEC
- d. RNCASECT < RNCCAG
- e. RNCASECT > RNCCAG
- f. RNCCAG = RNCASECT
- g. EBEVASEC < EBEVAGR
- h. EBEVASEC > EBEVAGR
- i. EBEVAGR = EBEVASEC
- j. RNCFPSEC < RNCFPGR
- k. RNCFPSEC > RNCFPGR
- l. RNCFPGR = RNCFPSEC
- m. CAACTISE < CAACTIGR
- n. CAACTISE > CAACTIGR
- o. CAACTIGR = CAACTISE
- p. CAFPSPECT < CAFPGR
- q. CAFPSPECT > CAFPGR
- r. CAFPGR = CAFPSPECT
- s. FPIMMOSE < FPIMOGR
- t. FPIMMOSE > FPIMOGR
- u. FPIMOGR = FPIMMOSE
- v. ENDFPSEC < ENDFPGR
- w. ENDFPSEC > ENDFPGR
- x. ENDFPGR = ENDFPSEC
- y. INVASECT < INVAGR
- z. INVASECT > INVAGR
- aa. INVAGR = INVASECT
- bb. RCAISECT < RCAIGR
- cc. RCAISECT > RCAIGR
- dd. RCAIGR = RCAISECT
- ee. REXPSECT < REXPGR
- ff. REXPSECT > REXPGR
- gg. REXPGR = REXPSECT
- hh. DETTPASS < DETPASSG
- ii. DETTPASS > DETPASSG
- jj. DETPASSG = DETTPASS
- kk. DEFPSECT < DETFPGR
- ll. DEFPSECT > DETFPGR
- mm. DETFPGR = DEFPSECT

Test^c

	EBECASEC - EBECAHG	RNCASECT - RNCCAG	EBEVASEC - EBEVAGR	RNCFPSEC - RNCFPGR	CAACTISE - CAACTIGR	CAFPSECT - CAFPGR
Z	-1,731 ^a	-,706 ^b	-,729 ^a	-,706 ^b	-1,298 ^b	-,091 ^b
Signification asymptotique (bilatérale)	,083	,480	,466	,480	,194	,927

Test^c

	FPIMMOSE - FPIMOGR	ENDFPSEC - ENDFPGR	INVASECT - INVAGR	RCAISECT - RCAIGR	REXPSECT - REXPGR
Z	-4,623 ^b	-,046 ^b	-2,619 ^b	-,774 ^a	-2,551 ^a
Signification asymptotique (bilatérale)	,000	,964	,009	,439	,011

Test^c

	DETPASS - DETPASSG	DEFPSECT - DETFPGR
Z	-1,867 ^a	-2,664 ^a
Signification asymptotique (bilatérale)	,062	,008

a. Basée sur les rangs positifs.

b. Basée sur les rangs négatifs.

c. Test de Wilcoxon

Tests non paramétriques

Test de Wilcoxon

Rangs

		N	Rang moyen	Somme des rangs
EBECASEC - EBECAGR	Rangs négatifs	10 ^a	9,60	96,00
	Rangs positifs	5 ^b	4,80	24,00
	Ex aequo	0 ^c		
	Total	15		
RNCCASEC - RNCCAGR	Rangs négatifs	6 ^d	7,83	47,00
	Rangs positifs	9 ^e	8,11	73,00
	Ex aequo	0 ^f		
	Total	15		
EBEVASEC - EBEVAGR	Rangs négatifs	10 ^g	8,70	87,00
	Rangs positifs	5 ^h	6,60	33,00
	Ex aequo	0 ⁱ		
	Total	15		
RNCFPSEC - RNCFPGR	Rangs négatifs	5 ^j	6,60	33,00
	Rangs positifs	10 ^k	8,70	87,00
	Ex aequo	0 ^l		
	Total	15		
CAACTSEC - CAACTGR	Rangs négatifs	8 ^m	6,13	49,00
	Rangs positifs	7 ⁿ	10,14	71,00
	Ex aequo	0 ^o		
	Total	15		
CAFPSE - CAFPGR	Rangs négatifs	7 ^p	8,86	62,00
	Rangs positifs	8 ^q	7,25	58,00
	Ex aequo	0 ^r		
	Total	15		
FPIMMOSE - FPIMMOG	Rangs négatifs	0 ^s	,00	,00
	Rangs positifs	15 ^t	8,00	120,00
	Ex aequo	0 ^u		
	Total	15		
ENDFPSEC - ENDFPGR	Rangs négatifs	7 ^v	8,86	62,00
	Rangs positifs	8 ^w	7,25	58,00
	Ex aequo	0 ^x		
	Total	15		
INVASECT - INVAGR	Rangs négatifs	5 ^y	6,20	31,00
	Rangs positifs	10 ^z	8,90	89,00
	Ex aequo	0 ^{aa}		
	Total	15		
DETFPSEC - DETFPGR	Rangs négatifs	11 ^b	7,91	87,00
	Rangs positifs	4 ^{cc}	8,25	33,00
	Ex aequo	0 ^d		
	Total	15		
RCAIFSEC - RCAIFPGR	Rangs négatifs	7 ^{ee}	8,29	58,00
	Rangs positifs	8 ^{ff}	7,75	62,00
	Ex aequo	0 ^g		
	Total	15		

Rangs

		N	Rang moyen	Somme des rangs
REXPCase - REXPcagr	Rangs négatifs	13 ^h	7,92	103,00
	Rangs positifs	2 ⁱⁱ	8,50	17,00
	Ex aequo	0 ^{jj}		
	Total	15		
DETPASSE - DETPASGR	Rangs négatifs	8 ^{kk}	10,00	80,00
	Rangs positifs	7 ^{ll}	5,71	40,00
	Ex aequo	0 ^m		
	Total	15		
RENFSE - RENTFIG	Rangs négatifs	8 ⁿ	8,63	69,00
	Rangs positifs	5 ^{oo}	4,40	22,00
	Ex aequo	0 ^p		
	Total	13		
RCAICAS - RCAICA	Rangs négatifs	9 ^q	8,89	80,00
	Rangs positifs	6 ^{rr}	6,67	40,00
	Ex aequo	0 ^{ss}		
	Total	15		
RCAIACS - RCAIACT	Rangs négatifs	6 ^{tt}	10,00	60,00
	Rangs positifs	9 ^u	6,67	60,00
	Ex aequo	0 ^{vv}		
	Total	15		
FFDESE - FFDETT	Rangs négatifs	3 ^w	3,67	11,00
	Rangs positifs	12 ^{xx}	9,08	109,00
	Ex aequo	0 ^{yy}		
	Total	15		
RENFSECT - RENFGR	Rangs négatifs	8 ^{zz}	8,88	71,00
	Rangs positifs	7 ^{aa}	7,00	49,00
	Ex aequo	0 ^b		
	Total	15		

- a. EBECASEC < EBECAGR
- b. EBECASEC > EBECAGR
- c. EBECAGR = EBECASEC
- d. RNCCASEC < RNCCAGR
- e. RNCCASEC > RNCCAGR
- f. RNCCAGR = RNCCASEC
- g. EBEVASEC < EBEVAGR
- h. EBEVASEC > EBEVAGR
- i. EBEVAGR = EBEVASEC
- j. RNCFPSEC < RNCFPG
- k. RNCFPSEC > RNCFPG
- l. RNCFPG = RNCFPSEC
- m. CAACTSEC < CAACTGR
- n. CAACTSEC > CAACTGR
- o. CAACTGR = CAACTSEC
- p. CAFPSE < CAFPGR
- q. CAFPSE > CAFPGR
- r. CAFPGR = CAFPSE
- s. FPIMMOSE < FPIMMOG
- t. FPIMMOSE > FPIMMOG
- u. FPIMMOG = FPIMMOSE
- v. ENDFPSEC < ENDFPGR

Rangs

- w. ENDFPSEC > ENDFPGR
- x. ENDFPGR = ENDFPSEC
- y. INVASECT < INVAGR
- z. INVASECT > INVAGR
- aa. INVAGR = INVASECT
- bb. DETFPSEC < DETFPGR
- cc. DETFPSEC > DETFPGR
- dd. DETFPGR = DETFPSEC
- ee. RCAIFSEC < RCAIFPGR
- ff. RCAIFSEC > RCAIFPGR
- gg. RCAIFPGR = RCAIFSEC
- hh. REXPCASE < REXPCAGR
- ii. REXPCASE > REXPCAGR
- jj. REXPCAGR = REXPCASE
- kk. DETPASSE < DETPASGR
- ll. DETPASSE > DETPASGR
- mm. DETPASGR = DETPASSE
- nn. RENFSE < RENTFIG
- oo. RENFSE > RENTFIG
- pp. RENTFIG = RENFSE
- qq. RCAICAS < RCAICA
- rr. RCAICAS > RCAICA
- ss. RCAICA = RCAICAS
- tt. RCAIACS < RCAIACT
- uu. RCAIACS > RCAIACT
- vv. RCAIACT = RCAIACS
- ww. FFDESE < FFDETT
- xx. FFDESE > FFDETT
- yy. FFDETT = FFDESE
- zz. RENFSECT < RENFGR
- aaa. RENFSECT > RENFGR
- bbb. RENFGR = RENFSECT

Test^d

	EBECASEC - EBECAGR	RNCCASEC - RNCCAGR	EBEVASEC - EBEVAGR	RNCFPSEC - RNCFPGR	CAACTSEC - CAACTGR	CAFPSE - CAFPGR
Z	-2,045 ^a	-,738 ^b	-1,534 ^a	-1,534 ^b	-,625 ^b	-,114 ^a
Signification asymptotique (bilatérale)	,041	,460	,125	,125	,532	,910

Test^d

	FPIIMMOSE - FPIIMMOG	ENDFPSEC - ENDFPGR	INVASECT - INVAGR	DETFPSEC - DETFPGR	RCAIFSEC - RCAIFPGR	REXPCase - REXPCaseGR
Z	-3,408 ^b	-,114 ^a	-1,647 ^b	-1,534 ^a	-,114 ^b	-2,443 ^a
Signification asymptotique (bilatérale)	,001	,910	,099	,125	,910	,015

Test^d

	DETPASSE - DETPASGR	RENFSE - RENTFIG	RCAICAS - RCAICA	RCAIACS - RCAIACT	FFDESE - FFDETT	RENFSECT - RENFGR
Z	-1,136 ^a	-1,643 ^a	-1,136 ^a	,000 ^c	-2,784 ^b	-,625 ^a
Signification asymptotique (bilatérale)	,256	,100	,256	1,000	,005	,532

a. Basée sur les rangs positifs.

b. Basée sur les rangs négatifs.

c. La somme des rangs négatifs est égale à la somme des rangs positifs.

d. Test de Wilcoxon

Corrélations

		EXPORTCA	CONEXP
EXPORTCA	Corrélation de Pearson Sig. (bilatérale) N		
CONEXP	Corrélation de Pearson Sig. (bilatérale) N	-,481 ,096 13	

Corrélations

Corrélations

Corrélations

		IMPORT	CONEV
IMPORT	Corrélation de Pearson Sig. (bilatérale) N		
CONEV	Corrélation de Pearson Sig. (bilatérale) N	-,613* ,026 13	

*. La corrélation est significative au niveau 0.05 (bilatéral).

Corrélations

Corrélations

		IMPORT	CONEXP
IMPORT	Corrélation de Pearson Sig. (bilatérale) N		
CONEXP	Corrélation de Pearson Sig. (bilatérale) N	-,570* ,042 13	

*. La corrélation est significative au niveau 0.05 (bilatéral).

Corrélations

Corrélations

		EXPORTCA	CONEV
EXPORTCA	Corrélation de Pearson Sig. (bilatérale) N		
CONEV	Corrélation de Pearson Sig. (bilatérale) N	-,481 ,096 13	

Régression

Variables introduites/éliminées^b

Modèle	Variables introduites	Variables éliminées	Méthode
1	CONEXP ^a		Introduire

a. Toutes variables requises introduites

b. Variable dépendante : EXPORTCA

Récapitulatif du modèle

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,261 ^a	,068	-,017	8,930E-02

a. Valeurs prédites : (constantes), CONEXP

ANOVA^b

Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Signification
1	Régression	6,415E-03	1	6,415E-03	,804	,389 ^a
	Résidu	8,772E-02	11	7,975E-03		
	Total	9,414E-02	12			

a. Valeurs prédites : (constantes), CONEXP

b. Variable dépendante : EXPORTCA

Coefficients^a

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Signification
		B	Erreur standard	Bêta		
1	(constante)	9,272E-02	,031		2,947	,013
	CONEXP	-,334	,372	-,261	-,897	,389

a. Variable dépendante : EXPORTCA

Régression

Variables introduites/éliminées^b

Modèle	Variables introduites	Variables éliminées	Méthode
1	IMPORT ^a		Introduire

a. Toutes variables requises introduites

b. Variable dépendante : CONEV

Récapitulatif du modèle

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,613 ^a	,375	,318	5,715E-02

a. Valeurs prédites : (constantes), IMPORT

ANOVA^b

Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Signification
1	Régression	2,158E-02	1	2,158E-02	6,607	,026 ^a
	Résidu	3,592E-02	11	3,266E-03		
	Total	5,750E-02	12			

a. Valeurs prédites : (constantes), IMPORT

b. Variable dépendante : CONEV

Coefficients^a

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Signification
		B	Erreur standard	Bêta		
1	(constante)	8,977E-02	,041		2,186	,051
	IMPORT	-,533	,207	-,613	-2,570	,026

a. Variable dépendante : CONEV

Régression

Variables introduites/éliminées^b

Modèle	Variables introduites	Variables éliminées	Méthode
1	IMPORT ^a		Introduire

a. Toutes variables requises introduites

b. Variable dépendante : CONEXP

Récapitulatif du modèle

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,570 ^a	,324	,263	5,950E-02

a. Valeurs prédites : (constantes), IMPORT

ANOVA^b

Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Signification
1	Régression	1,870E-02	1	1,870E-02	5,281	,042 ^a
	Résidu	3,895E-02	11	3,541E-03		
	Total	5,765E-02	12			

a. Valeurs prédites : (constantes), IMPORT

b. Variable dépendante : CONEXP

Coefficients^a

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Signification
		B	Erreur standard	Bêta		
1	(constante)	3,850E-02	,043		,900	,387
	IMPORT	-,496	,216	-,570	-2,298	,042

a. Variable dépendante : CONEXP

Corrélations

Corrélations

		IMPORT	Evol. concentration de la branche selon les ventes (en%)
IMPORT	Corrélation de Pearson Sig. (bilatérale) N		
Evol. concentration de la branche selon les ventes (en%)	Corrélation de Pearson Sig. (bilatérale) N	-,613* ,026 13	

*. La corrélation est significative au niveau 0.05 (bilatéral).

Corrélations

Corrélations

		IMPORT	Evol concentration de la branche (selon les exportations en%)
IMPORT	Corrélation de Pearson Sig. (bilatérale) N		
Evol concentration de la branche (selon les exportations en%)	Corrélation de Pearson Sig. (bilatérale) N	-,570* ,042 13	

*. La corrélation est significative au niveau 0.05 (bilatéral).

Régression

Variables introduites/éliminées^b

Modèle	Variables introduites	Variables éliminées	Méthode
1	IMPORT ^a		Introduire

a. Toutes variables requises introduites

b. Variable dépendante : Evol. concentration de la branche selon les ventes (en%)

Récapitulatif du modèle

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,613 ^a	,375	,318	5,715E-02

a. Valeurs prédites : (constantes), IMPORT

ANOVA^b

Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Signification
1	Régression	2,158E-02	1	2,158E-02	6,607	,026 ^a
	Résidu	3,592E-02	11	3,266E-03		
	Total	5,750E-02	12			

a. Valeurs prédites : (constantes), IMPORT

b. Variable dépendante : Evol. concentration de la branche selon les ventes (en%)

Coefficients^a

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Signification
		B	Erreur standard	Bêta		
1	(constante)	8,977E-02	,041		2,186	,051
	IMPORT	-,533	,207	-,613	-2,570	,026

a. Variable dépendante : Evol. concentration de la branche selon les ventes (en%)

Régression

Variables introduites/éliminées^b

Modèle	Variables introduites	Variables éliminées	Méthode
1	IMPORT ^a		Introduire

a. Toutes variables requises introduites

b. Variable dépendante : Evol concentration de la branche (selon les exportations en%)

Récapitulatif du modèle

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,570 ^a	,324	,263	5,950E-02

a. Valeurs prédites : (constantes), IMPORT

ANOVA^b

Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Signification
1	Régression	1,870E-02	1	1,870E-02	5,281	,042 ^a
	Résidu	3,895E-02	11	3,541E-03		
	Total	5,765E-02	12			

a. Valeurs prédites : (constantes), IMPORT

b. Variable dépendante : Evol concentration de la branche (selon les exportations en%)

Coefficients^a

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Signification
		B	Erreur standard	Bêta		
1	(constante)	3,850E-02	,043		,900	,387
	IMPORT	-,496	,216	-,570	-2,298	,042

a. Variable dépendante : Evol concentration de la branche (selon les exportations en%)

Régression

Variables introduites/éliminées^b

Modèle	Variables introduites	Variables éliminées	Méthode
1	Evol. concentration de la branche selon les ventes ^a (en%)		Introduire

a. Toutes variables requises introduites

b. Variable dépendante : EXPORTCA

Récapitulatif du modèle

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,481 ^a	,231	,161	8,112E-02

a. Valeurs prédites : (constantes), Evol. concentration de la branche selon les ventes (en%)

ANOVA^b

Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Signification
1	Régression	2,175E-02	1	2,175E-02	3,305	,096 ^a
	Résidu	7,239E-02	11	6,581E-03		
	Total	9,414E-02	12			

a. Valeurs prédites : (constantes), Evol. concentration de la branche selon les ventes (en%)

b. Variable dépendante : EXPORTCA

Coefficients^a

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Signification
		B	Erreur standard	Bêta		
1	(constante)	,105	,023		4,656	,001
	Evol. concentration de la branche selon les ventes (en%)	-,615	,338	-,481	-1,818	,096

a. Variable dépendante : EXPORTCA

Régression

Variables introduites/éliminées^b

Modèle	Variables introduites	Variables éliminées	Méthode
1	Evol concentration de la branche (selon les exportations en%) ^a		Introduire

a. Toutes variables requises introduites

b. Variable dépendante : EXPORTCA

Récapitulatif du modèle

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,261 ^a	,068	-,017	8,930E-02

a. Valeurs prédites : (constantes), Evol concentration de la branche (selon les exportations en%)

ANOVA^b

Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Signification
1	Régression	6,415E-03	1	6,415E-03	,804	,389 ^a
	Résidu	8,772E-02	11	7,975E-03		
	Total	9,414E-02	12			

a. Valeurs prédites : (constantes), Evol concentration de la branche (selon les exportations en%)

b. Variable dépendante : EXPORTCA

Coefficients^a

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Signification
		B	Erreur standard	Bêta		
1	(constante)	9,272E-02	,031		2,947	,013
	Evol concentration de la branche (selon les exportations en%)	-,334	,372	-,261	-,897	,389

a. Variable dépendante : EXPORTCA

Corrélations

Corrélations

		Evol. concentration de la branche selon les ventes (en%)	EXPORTCA
Evol. concentration de la branche selon les ventes (en%)	Corrélation de Pearson Sig. (bilatérale) N		
EXPORTCA	Corrélation de Pearson Sig. (bilatérale) N	-,481 ,096 13	

Corrélations

Corrélations

		EXPORTCA	Evol concentration de la branche (selon les exportations en%)
EXPORTCA	Corrélation de Pearson Sig. (bilatérale) N		
Evol concentration de la branche (selon les exportations en%)	Corrélation de Pearson Sig. (bilatérale) N	-,261 ,389 13	

Tests non paramétriques

Test de Wilcoxon

Rangs

	N	Rang moyen	Somme des rangs
SECT - CAEXPG Rangs négatifs	13 ^a	10,54	137,00
Rangs positifs	6 ^b	8,83	53,00
Ex aequo	0 ^c		
Total	19		

- a. SECT < CAEXPG
- b. SECT > CAEXPG
- c. CAEXPG = SECT

Test^b

	SECT - CAEXPG
Z	-1,690 ^a
Signification asymptotique (bilatérale)	,091

- a. Basée sur les rangs positifs.
- b. Test de Wilcoxon

Fréquences

Statistiques

CAEXPG

N	Valide	19
	Manquante	0
Moyenne		,2586
Médiane		5,487E-02
Ecart-type		1,0755

CAEXPG

		Fréquence	Pour cent	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide	-2,96	1	5,3	5,3	5,3
	-,26	1	5,3	5,3	10,5
	-,15	1	5,3	5,3	15,8
	-,13	1	5,3	5,3	21,1
	-,04	1	5,3	5,3	26,3
	-,02	1	5,3	5,3	31,6
	,03	1	5,3	5,3	36,8
	,05	1	5,3	5,3	42,1
	,05	1	5,3	5,3	47,4
	,05	1	5,3	5,3	52,6
	,10	1	5,3	5,3	57,9
	,11	1	5,3	5,3	63,2
	,35	1	5,3	5,3	68,4
	,50	1	5,3	5,3	73,7
	,52	1	5,3	5,3	78,9
	1,26	1	5,3	5,3	84,2
	1,38	1	5,3	5,3	89,5
	1,40	1	5,3	5,3	94,7
	2,66	1	5,3	5,3	100,0
Total		19	100,0	100,0	

Rangs

		N	Rang moyen	Somme des rangs
NORME1 - indice treynor (0+1)	Rangs négatifs	20 ^a	15,10	302,00
	Rangs positifs	6 ^b	8,17	49,00
	Ex aequo	0 ^c		
	Total	26		
NORME2 - indice de treynor (0+2)	Rangs négatifs	11 ^d	7,00	77,00
	Rangs positifs	1 ^e	1,00	1,00
	Ex aequo	0 ^f		
	Total	12		

- a. NORME1 < indice treynor (0+1)
- b. NORME1 > indice treynor (0+1)
- c. indice treynor (0+1) = NORME1
- d. NORME2 < indice de treynor (0+2)
- e. NORME2 > indice de treynor (0+2)
- f. indice de treynor (0+2) = NORME2

Test^b

	NORME1 - indice treynor (0+1)	NORME2 - indice de treynor (0+2)
Z	-3,213 ^a	-2,981 ^a
Signification asymptotique (bilatérale)	,001	,003

- a. Basée sur les rangs positifs.
- b. Test de Wilcoxon



RESUME

Dans le cadre de la stratégie d'entreprise, l'orientation des activités d'un groupe dans son secteur d'industrie conduit à l'adoption de manœuvres et de tactiques singulières. La financiarisation du monde économique, la mondialisation des systèmes industriels ou encore l'irruption de nouveaux cycles technologiques renforcent la concurrence inter-entreprise et intensifient la compétition économique. Dans ce contexte, les opérations dites de « recentrage » jalonnent de plus en plus souvent le parcours stratégique des groupes industriels. Soucieux d'améliorer la performance sur leur corps de compétences, désireux de renforcer leur position concurrentielle, ces mouvements de recentrage apparaissent de façon récurrente dans le parcours stratégique d'un groupe.

A partir de l'analyse de la théorie, nous présentons les causes et les conséquences du recentrage stratégique. Cet éclairage des acteurs nous pousse à centrer nos investigations sur l'opération en elle-même et sur ses différentes caractéristiques. Notre étude de l'opération de recentrage met ainsi l'accent sur deux aspects que nous jugeons essentiels : les types de recentrage et leurs conséquences.

Le premier axe de recherche concerne l'étude des caractéristiques propres à cette opération ; elle débouchera sur un essai de typologie des recentrages stratégiques français prenant place entre 1994 et 1997 permettant d'appréhender certaines logiques de fonctionnement.

Le deuxième axe de recherche porte sur l'analyse des conséquences du recentrage ; il sera focalisé sur la connaissance des facteurs qui entraînent, lors du recentrage, la performance financière du groupe concerné. Et ceci suite aux différents travaux réalisés sur ce sujet (Batsch - 1992 - ; Markides - 1996 ; John et Ofek - 1995-)

Mots clés :

Finance, Performance, Recentrage, Scission, Stratégie, Groupes industriels.