

***RECENTRAGE, ELIMINATION DE SYNERGIES NEGATIVES  
ET POTENTIEL DE CROISSANCE***

**Claire FAVERJON**

Doctorante à l'IAE de l'Université Lyon 3

Centre de Recherche de l'IAE

15 quai Claude Bernard

69007 LYON

**MOTS-CLÉS** : Recentrage, taille critique, richesse des actionnaires, étude d'événement

Xième Conférence de l'Association Internationale de Management Stratégique  
13-14-15 juin 2001



Faculté des Sciences de l'administration  
Université Laval  
Québec



## RESUME :

Cet article s'intéresse aux recentrages d'entreprise et à leur impact sur la richesse des actionnaires. Traditionnellement, le recentrage est présenté comme une opération essentiellement défensive visant à éliminer une diversification en excès source de synergies négatives entre des activités disparates. Nous postulons que les recentrages peuvent présenter un aspect dynamique avec la volonté de croître sur le métier de base en vue d'atteindre une taille critique. Nous étudions les recentrages français sur la période allant de 1989 à 1998. Pour repérer la création de valeur associée à ces recentrages, nous utilisons la méthodologie des études d'événement appliquée à l'annonce d'un recentrage. Cette méthode vise à mesurer l'impact du recentrage au moment de son annonce au marché financier. Nous testons ensuite nos hypothèses concernant les sources possibles de la création de valeur obtenue.

## MOTS-CLES :

Recentrage, taille critique, richesse des actionnaires, étude d'événement

Casino, Saupiquet, Danone ne sont que quelques exemples de firmes ayant procédé ces dernières années à un recentrage d'activité.

Ce mouvement de recentrage rompt quelque peu avec les stratégies de diversification qui avaient prévalu jusque-là. Il conduit à s'interroger sur les raisons profondes qui en sont à l'origine et sur ses conséquences en terme de maximisation de la richesse des actionnaires, toute décision stratégique devant être orientée vers la création de valeur pour les apporteurs de capitaux.

Par recentrage, nous entendons une trajectoire comprenant, d'une part, des abandons de domaines d'activité que l'entreprise considère comme ne relevant pas, ou plus, de ses compétences et, d'autre part, des acquisitions venant renforcer le métier de base. Le recentrage aboutit donc toujours à une plus grande cohérence des activités entre elles.

Par création de valeur, nous entendons celle attendue par les actionnaires. Dans cette optique, une décision stratégique ne crée de la valeur que si elle modifie les cash-flows attendus et/ou le coût du capital. Rappelons que la valeur d'une action dépend, d'une part, des flux de liquidités que l'actionnaire peut en attendre et, d'autre part, de la rentabilité minimale qu'il en exige. Les flux de liquidités attendus sont liés aux bénéfices futurs et à la croissance de l'entreprise. La valeur boursière est donc fondée sur le potentiel présent et futur de l'entreprise matérialisé par la rentabilité et la croissance. La croissance seule ne crée pas de valeur. Elle peut même en détruire si la rentabilité est inférieure au coût du capital.

Pour mesurer la création de valeur attachée aux recentrages, nous étudions les conséquences à long terme de cette stratégie au moment de son annonce au marché financier. Nous utilisons

la méthode des études d'événement. Elle consiste à étudier l'évolution du cours de bourse autour de l'annonce d'un recentrage. En effet, dans un marché efficient, les effets d'une telle annonce reflètent les conséquences à long terme du recentrage.

Si la plupart des études sur le sujet repèrent une création de valeur à l'annonce d'un plan de recentrage ou lors des cessions de recentrage, elles n'appréhendent les recentrages que comme un moyen d'éliminer des synergies négatives entre des activités disparates. Pour notre part, nous voulons montrer que certains recentrages présentent un aspect dynamique en réponse à la volonté de croître sur le métier de base. Ils ne sauraient donc être réduit à la seule volonté de corriger les effets néfastes d'un excès de diversification.

Nous sommes donc amené à développer, dans la première partie, les principales théories explicatives de la décision de recentrage à partir desquelles nous formulons des hypothèses relatives aux effets attendus en terme de création de valeur pour l'actionnaire.

La deuxième partie présente les données utilisées et la méthodologie suivie. La dernière partie est consacrée à la validation empirique des hypothèses proposées.

Première partie : Motivations des recentrages et création de valeur : le cadre théorique
--

### 1.1 Cadre d'analyse des recentrages : de l'excès de diversification aux recentrages offensifs

De manière intuitive, il semble possible de dire que si les entreprises se recentrent sur leur métier de base, c'est parce qu'elles sont trop diversifiées.

De nombreux auteurs apprécient ainsi la limite que l'on peut atteindre en terme de diversification grâce à la comparaison des bénéfices et coûts marginaux liés au phénomène. Le recentrage aurait ainsi pour but de corriger un excès de diversification, source d'inefficience, certaines entreprises se trouvant au-delà du point limite de diversification optimale (les bénéfices de la diversification sont inférieurs aux coûts). Les avantages de la diversification ont trait à la recherche de synergies et l'exploitation d'un actif en excès (Teece (1982)). Pour Williamson (1986), l'intérêt de la diversification réside dans la création d'un marché interne du capital qui alloue les ressources entre les divisions de façon plus efficace que ne l'aurait fait le marché financier. Les coûts de la diversification sont liés principalement aux inefficiences organisationnelles (lourdeur bureaucratique,...). Meyer, Milgrom et Roberts (1992) retiennent le subventionnement d'activités non rentables avec pour conséquence une

valorisation négative d'un segment déficitaire dans une firme diversifiée alors qu'il ne l'aurait pas été dans une entreprise non diversifiée. Enfin, les arguments empruntés à l'approche basée sur les ressources amènent à signaler que la dispersion des ressources peut entraîner la perte de l'avantage concurrentiel du métier de base (Markides et Williamson P.J (1994)).

Si les dirigeants ont pour objectif la maximisation de la valeur de la firme, ils ne devraient jamais dépasser le point optimal de diversification.

Deux grandes approches prédominent pour expliquer les mouvements de recentrage de ces dernières années vus comme la correction d'un excès de diversification. L'une s'appuie sur les relations d'agence, l'autre repose sur les modifications de l'environnement.

- Pour Jensen (1986) et les théoriciens de l'agence, les firmes se caractérisant par un mode de gouvernement interne ne contrôlant pas les dirigeants s'engagent dans des diversifications excessives et des investissements de court terme. La faible performance qui s'en suit attire l'attention des raiders qui forcent les managers à se restructurer ou à être la cible d'une OPA. Ces diversifications excessives sont surtout présentes au sein des firmes où le free cash flow est important. Dans le même ordre d'idées, Gibbs (1993), Denis, Denis et Sarin (1997) et Berger et Ofek (1999) postulent que les recentrages ne peuvent être engagés que suite à une modification du contrôle interne ou externe : pression des actionnaires, menace d'OPA ou, en dernier ressort, situation de détresse financière.

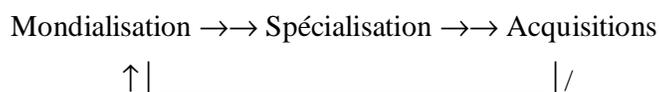
- Bhide (1990), Shleifer et Vishny (1990), et Markides (1996) développent une autre explication. Les modifications de l'environnement économique de la firme ont induit, ces dernières années, une augmentation des coûts de la diversification tout en réduisant ses avantages. D'un côté les avantages de la diversification se sont amoindris. Par exemple, le regain de fiabilité sur le marché des biens conduit à l'externalisation de certaines activités tandis que le développement du marché financier supplante l'allocation interne des ressources financières entre les branches d'une société et donc le recours au marché interne du capital (le principal avantage de la diversification, selon Williamson). De l'autre, l'environnement plus incertain et la concurrence accrue, suite à l'ouverture des frontières, rendent la complexité organisationnelle plus difficile à gérer et amplifient les coûts de la diversification.

Pour ces auteurs, les modifications opérées ces 20 dernières années sur les marchés réels et financiers ont ainsi réduit le niveau optimal de diversification. Des firmes qui étaient faiblement diversifiées il y a quelques années se retrouvent aujourd'hui trop diversifiées, et ce, sans qu'elles aient opéré un renforcement de la diversification de leurs activités.

Ces deux grandes explications présentent le recentrage comme une stratégie essentiellement défensive, reposant principalement sur des cessions d'activités visant à corriger un excès de diversification.

A l'instar de Batsch (1992), nous ne remettons pas en cause l'explication des recentrages des années 74-75 vus comme une rectification de l'engouement manifesté en faveur de la diversification. Nous ne renions pas non plus que ce type de politique a prévalu jusqu'au milieu des années 80 et s'est poursuivi avec les années de récession, de concurrence accrue et de sophistication des marchés. Mais le phénomène reste plus que jamais d'actualité. Le recentrage ne saurait donc se réduire à un simple repli défensif d'autant que nombre de recentrages actuels comprennent non seulement des cessions mais aussi des acquisitions effectuées dans le métier de base.

Dépassant les explications précédentes, d'origine anglo-saxonne, et en nous inspirant de travaux d'économistes industriels, nous dégagons une troisième explication aux mouvements de recentrage. La modification de l'environnement économique de la firme peut donner aux recentrages, notamment français, un caractère fortement dynamique avec comme finalité l'atteinte d'une taille critique dans le métier de base. Les cessions d'actifs périphériques constituent le moyen de dégager des fonds pour assurer le financement de la croissance du métier de base. Pottier (1993) considère ainsi que les acquisitions actuelles ont surtout comme motivation première la recherche d'une taille critique. Selon l'auteur, on se trouve en présence de la séquence suivante :



Pottier fonde son analyse sur l'oligopolisation des marchés mondiaux (marché composé de firmes de taille inégale). Lorsque la concurrence était avant tout nationale, la centralisation du capital pouvait aboutir à des groupes diversifiés. Mais l'ouverture des frontières et la dérégulation ont supprimé les protections nationales à l'abri desquelles pouvaient se développer ces holdings multi-activités. L'ouverture des frontières et la formation de structures oligopolistiques mondiales dans de nombreux secteurs avivent la concurrence et élèvent fortement les seuils minimaux des investissements dans les fonctions stratégiques. Les groupes ont ainsi dû substituer aux avantages nationaux acquis dans des activités multiples, des avantages de dimension dans un nombre réduit de secteurs. Les acquisitions et les cessions sont les instruments essentiels de ce processus de spécialisation-mondialisation : acquisitions dans les secteurs privilégiés, notamment à l'international, et cessions des activités

de diversification. Les acquisitions sont rendues nécessaires par la mondialisation de l'activité des entreprises et elles la renforcent, si bien qu'il existe une relation circulaire entre les phénomènes. Pottier ne prétend pas que cette relation soit générale. Les plus grands groupes japonais restent diversifiés. Les principaux groupes américains se recentrent mais ils ont déjà une dimension mondiale. En fait, la coïncidence entre acquisitions, spécialisation et mondialisation semble surtout concerner les groupes européens, et particulièrement les groupes français, restés relativement petits et peu internationalisés.

Par conséquent, les recentrages actuels ne peuvent être assimilés à une seule stratégie défensive destinée à éliminer des diversifications hasardeuses et à concentrer les ressources sur le métier de base en réponse à une intensification des conditions concurrentielles. Les recentrages présentent un aspect dynamique reflétant une volonté de croître dans le métier de base dans le but d'atteindre une taille critique. Les entreprises diversifiées céderaient alors leurs activités de diversification pour réaliser des acquisitions notamment à l'international.

Ainsi, les recentrages ne peuvent se réduire à la correction des effets néfastes d'un excès de diversification ; ils peuvent aussi être engagés suite à la volonté d'atteindre une taille critique dans le métier de base.

Notre cadre d'analyse défini, il est possible de dégager certaines hypothèses concernant les conséquences en terme de création de valeur des opérations de recentrage.

### 1.2 Motivations des recentrages français et création de valeur : les hypothèses de la recherche

D'après la théorie financière, une décision stratégique ne crée de la valeur que si elle modifie les cash-flows prévisionnels et/ou le coût du capital.

La théorie financière traditionnelle, contrairement aux apports des chercheurs en management stratégique (Chatterjee et Lubatkin (1990) notamment), ne reconnaît pas l'existence d'une valorisation par les actionnaires d'une modification du risque spécifique lors des opérations de rapprochement ou de cession. Aussi, dans le cadre d'un recentrage, la création de valeur ne peut provenir que de l'augmentation des cash-flows attendus par élimination des synergies négatives entre des activités disparates et/ou de l'augmentation de la performance des actifs conservés obtenue par la focalisation sur le métier de base.

John et Ofek (1995) repèrent ainsi une hausse de la performance des actifs restants sur les trois ans qui suivent les désengagements de recentrage. Perdreau (1998) considère que cette

augmentation des performances provient de l'élimination de synergies négatives (délestage d'une activité que la firme ne gère pas au mieux ou qui développe des interactions négatives avec les autres activités).

Markides (1996) note une création de valeur plus importante, lors des annonces de plans de recentrage, pour les firmes considérées comme au-delà du point optimal de diversification. Ce dernier est repéré par un degré élevé de dispersion des activités associé à une performance économique faible.

Berger et Ofek (1999) montrent que la création de valeur liée aux recentrages est corrélée à la perte de valeur provenant de la diversification.

Meyer, Milgrom et Roberts (1992) repèrent empiriquement une destruction de valeur dans les firmes très diversifiées liée au subventionnement d'activités non rentables. Un métier sera ainsi valorisé négativement au sein d'un conglomérat alors qu'il ne peut l'être lorsqu'il constitue l'unique activité d'une firme.

Ainsi, comme le souligne Cadiou (1988), si la vente d'un actif est réalisée à un prix correspondant à sa valeur boursière au moment où l'accord est rendu public, les désengagements ne trouvent un intérêt que dans l'élimination de synergies négatives. Ces synergies négatives se concrétisent par une déperdition de valeur ( $2+2=3$ ) et limitent l'intérêt des diversifications. L'effet de simplification permet ainsi d'éliminer ces effets dépressifs sur la valeur. Cependant, Cadiou ajoute que cette remise en ordre des activités rend possible un redéploiement ultérieur ou immédiat qui, dès lors qu'il repose sur des justifications industrielles et commerciales fondées, peut être créateur de synergies positives ( $2+2=5$ ). Le recentrage peut ainsi passer d'une logique purement conservatrice à une logique dynamique.

Rappelons que la création de valeur dépend non seulement du niveau des cash-flows mais également de leurs perspectives de croissance. Or, les firmes peuvent réemployer les fonds dégagés de la vente des activités de diversification dans l'atteinte d'une taille critique dans le métier de base. S'il existe des possibilités importantes de gains de parts de marché sans obérer la rentabilité, alors il pourra y avoir création de valeur alors même que la firme ne subit pas les effets négatifs de l'excès de diversification. Il s'agit d'un raisonnement en coût d'opportunité. L'espérance de gains futurs liés à la focalisation est supérieure à l'espérance des gains futurs liés à la diversification actuelle, par exemple, parce que le profil de croissance du métier de base peut en être modifié. Les bénéfices de la dimension peuvent être supérieurs au maintien de diversifications, certes rentables aujourd'hui, mais qui, parce qu'elles nécessitent

un savoir-faire spécifique ou d'importants investissements, en R&D notamment, le seront plus difficilement demain. D'autre part, avec l'ouverture des marchés, les entreprises retrouvent des possibilités de croissance sur leur métier de base.

L'augmentation des cash-flows futurs peut donc provenir :

- d'une augmentation de la rentabilité par élimination de synergies négatives entre le métier de base et les actifs cédés ou par élimination d'une activité source de perte ;
- d'une augmentation de la rentabilité liée au réemploi des fonds dans une activité à rentabilité plus importante que l'activité cédée (à risque équivalent) et/ou aux synergies positives dégagées par l'atteinte d'une taille critique dans le métier de base ;
- du réemploi des fonds dans une activité à croissance plus forte que l'activité cédée (à rentabilité/risque équivalent) et/ou à une augmentation du taux de croissance du métier de base liée aux effets de taille.

*Proposition : dans une optique d'amélioration des cash-flows opérationnels, la création de valeur est reliée au potentiel de croissance du métier de base rentable de la firme. Elle sera d'autant plus importante si les firmes éliminent des diversifications hasardeuses ou si elles ont connu une baisse de rentabilité liée à la diversification.*

Nous en déduisons certaines hypothèses testables :

H1 : La création de valeur obtenue lors des recentrages est reliée au potentiel de croissance du métier de base rentable.

H2 : La création de valeur est corrélée positivement à la perte de valeur due à la diversification antérieure.

La création de valeur est reliée :

- à un fort degré de dispersion des activités associé à une faible rentabilité ;
- à l'élimination de filiales déficitaires.

H3 : Toute chose égale par ailleurs, la création de valeur obtenue à l'annonce d'un recentrage est positivement corrélée à l'augmentation des prévisions, par les analystes financiers, du taux de croissance à moyen terme (TCMT) des bénéfices attendus.

En effet, que la firme élimine des synergies négatives et/ou que le réemploi des fonds soit créateur de valeur, le marché devrait anticiper une hausse des cash-flows à venir. Les analystes financiers raisonnent à partir des prévisions de bénéfice par action (BPA) courants. Le recentrage doit donc avoir un impact positif sur le niveau de croissance à moyen terme de ces bénéficiaires. On devrait donc s'attendre à une révision à la hausse des prévisions de TCMT des BPA lors de l'annonce du recentrage au marché financier.

H4 : Une augmentation de la rentabilité et/ou du taux de croissance des activités est réalisée à l'issue du recentrage. Elle est reliée positivement à la création de valeur obtenue lors du recentrage et à la hausse du TCMT.

Deuxième partie : Méthodologie de la recherche
--

### 2.1 La constitution de l'échantillon

Afin de valider les hypothèses précédentes, nous avons identifié les entreprises qui ont procédé à un recentrage d'activité sur la période allant de juin 1989 à décembre 1998. Cette identification s'est faite à partir des annonces publiées dans les journaux financiers (Les Echos, La Tribune Desfossés, Investir,...). Notre sélection s'est arrêtée aux entreprises françaises cotées.

Nous avons ensuite éliminé les recentrages de faible importance (moins de 5% du CA) et ceux pour lesquels nous ne disposions que d'un seul article de presse.

D'autre part, notre étude portant sur la création de valeur boursière, nous n'avons pas retenu les entreprises présentant un nombre important d'absences de cotations journalières. Nous avons aussi laissé de côté les firmes pour lesquelles la première annonce de recentrage ne fait pas l'objet d'un article de presse ou lorsque l'annonce était peu explicite. Suivant ainsi Markides (1996), nous n'avons retenu que les annonces dans lesquelles les notions de "recentrage" ou "concentration sur le métier de base" apparaissaient explicitement. Devaient aussi figurer l'indication des principales cessions d'actifs périphériques au métier principal.

59 entreprises constituent notre échantillon pour 85 recentrages, certaines firmes ayant engagé plusieurs plans de recentrage durant la période. Pour chacun des recentrages, nous avons

recensé les différentes cessions et acquisitions qui font suite à la première annonce. Le suivi de ces firmes nous a permis, par ailleurs, de dégager leurs principales caractéristiques stratégiques et financières et de vérifier la réalité du changement stratégique. Suivant Perdreau (1998), le calcul des indices d'Herfindahl et d'entropie a, par ailleurs, validé le fait que l'ensemble des sociétés présentées dans la presse comme « se recentrant » se sont effectivement recentrées.

## 2.2 La méthodologie suivie

Pour repérer la création de valeur associée aux recentrages, nous utilisons la méthode des études d'événement appliquée à l'annonce d'un recentrage. En effet, suivant Markides (1996), dans un marché efficient, l'annonce d'un recentrage prend en compte l'ensemble de la création de valeur liée à ce recentrage. Aussi, nous étudierons la réaction du marché financier à la date de la première annonce de recentrage. Mais, comme toutes les informations ne sont pas forcément indiquées lors de la première annonce et qu'il subsiste une incertitude quant à la réalisation effective du recentrage, nous retiendrons également la création totale mesurée par la somme des réactions du marché (première annonce et annonces postérieures à l'occasion des différentes réalisations). Berger et Ofek (1999) ont procédé ainsi pour appréhender la valeur créée par les recentrages.

Suivant Brown et Warner (1985) et Hachette (1994), nous mesurons la création de valeur aux différentes annonces par une rentabilité anormale du titre. Cette rentabilité anormale est la différence entre la rentabilité journalière du titre et la rentabilité prévue déterminée grâce au modèle de marché. Le modèle de marché permet de calculer la rentabilité réputée normale du titre sans la venue de l'événement :  $R_{it} = \alpha + \beta R_{mt} + \varepsilon$  avec  $R_{mt}$  la rentabilité de l'indice de marché le jour  $t$ . Nous avons déterminé les paramètres  $\alpha$  et  $\beta$  (risque systématique du titre) du modèle sur les 240 jours précédant la période d'étude [-10 jours ; +10 jours] en suivant la démarche de Fowler et Rorke (1983). L'indice boursier utilisé est le SBF 250. Les cours proviennent de la base de données Datastream.

La rentabilité anormale moyenne le jour  $t$  (notée  $RAM_t$ ) est la somme des rentabilités anormales de tous les titres de l'échantillon pour le jour  $t$ .

Pour valider nos hypothèses concernant l'impact des recentrages sur les cash-flows futurs de la firme, nous utilisons les prévisions de bénéfices par action (BPA) et de taux de croissance à

moyen terme (TCMT) des bénéfices par action fournies par les analystes financiers. Ces données ont été obtenues auprès d'Associés en Finance. Chaque mois, Associés en Finance recense les BPA prévus par les analystes financiers pour l'année passée, l'année en cours et l'année suivante, ainsi que le taux de croissance annuel à moyen terme (calculé à partir des prévisions des BPA sur un horizon de 5 ans). Nous vérifierons si, le mois suivant la décision de recentrage, les analystes révisent à la hausse leurs anticipations.

Les données comptables et financières nécessaires à la validation des hypothèses concernant la performance ex-post proviennent de différentes sources : les rapports annuels, les dictionnaires Dafsa-Desfossés et les bases de données Dafsa-Pro et Diane. Pour chacune des entreprises de notre échantillon, les données concernant la répartition du chiffre d'affaires par secteur d'activité sont relevées dans les fiches Dafsa et dans Datastream. Les fiches Dafsa suivent la répartition donnée dans le rapport annuel. Les données obtenues sur Datastream sont également extraites des rapports annuels mais sont retraités par code CSO, d'où une répartition parfois différente de celle des fiches Dafsa. Toutefois, l'avantage de cette répartition consiste dans sa moindre subjectivité et une confrontation plus aisée de la diversité des firmes. Par contre, toutes les entreprises de notre échantillon ne sont pas renseignées dans Datastream au niveau de la répartition sectorielle de leur chiffre d'affaires. C'est notamment le cas des entreprises de faible taille et des entreprises disparues de la cote.

Troisième partie : analyse des résultats

Avant de présenter la création de valeur associée au recentrage (§3.2) et les résultats de nos tests d'hypothèses (§3.3), notre premier paragraphe dégage les principales caractéristiques économiques et financières des entreprises de notre échantillon.

3.1 Caractéristiques de l'échantillon

**Tableau 1 : l'échantillon de 59 entreprises (85 annonces de recentrage)**

	Moyenne	médiane	maximum	minimum	nombre de recentrages
Chiffre d'Affaires n-1 (en MF) <sup>1</sup>	30 265	10 545	208 290	329	85
Capitalisation boursière (en MF) <sup>2</sup>	14 932	3 597	124 717	111	85
CA de l'actif cédé n-1/ CA total n-1	15%	12%	45%	1% <sup>3</sup>	72

prix de vente de l'actif cédé / capitalisation boursière	28%	13%	200%	0%	33 <sup>4</sup>
résultat de l'actif cédé / résultat du métier de base <sup>5</sup>	-59%***	-3%**	389%	-600% <sup>6</sup>	59

1. le chiffre d'affaires, exprimé en millions de francs, est celui de l'année précédant la date d'annonce du recentrage
  2. la capitalisation boursière est celle du titre 11 jours avant l'annonce du recentrage
  3. recentrage retenu (bien qu'inférieur à 5% du CA) du fait du poids des pertes de l'activité cédée
  4. l'information n'est disponible que pour 33 recentrages, les entreprises ne dévoilant pas toutes les prix de transaction
  5. le résultat du métier de base est obtenu en retranchant le résultat de l'actif cédé du résultat consolidé
  6. en terme de poids, la valeur minimale rencontrée est de 0%
- \*\* significativement différent de 0 au seuil de 5%, \*\*\* significatif à 1% (tests t de Student)

Ce tableau montre que les recentrages concernent des entreprises françaises de toute taille. Le recentrage le plus important (en terme de chiffre d'affaires) représente 45% du CA total. En moyenne, le résultat de l'activité cédée était déficitaire l'année précédant le recentrage.

### **Tableau 2 : performances boursières et taux d'endettement des entreprises de l'échantillon**

	moyenne	Médiane	maximum	Minimum	nb valeurs positives	nb valeurs négatives
Performance <sup>1</sup>	-6,39%	-1,78%	70,36%	-139,78%	37	48
Performance ajustée du sbf <sup>2</sup>	-12,36%***	-6,99%	53,88%	-136,39%	37	48
Capitalisation boursière / Capitaux propres <sup>3</sup>	1,27***	1,20**	3,97	0,24	53	31
Taux d'endettement n-1 <sup>3,4</sup>	128%**	87%	765%	5%	34	49

1. la performance est définie comme la somme des rentabilités journalières du titre cumulées sur les 240 jours précédant l'annonce
  2. la performance ajustée du sbf est la somme cumulée sur les 240 jours précédant l'annonce des rentabilités journalières auxquelles sont soustraites les variations journalières du sbf 250 sur la même période
  3. valeurs > ou < 1 et tests de significativité supérieurs à 1
  4. le taux d'endettement est défini comme le ratio Dettes Financières/Capitaux Propres
- \* significatif à 10% ; \*\* significatif à 5% ; \*\*\* significatif à 1%

Au niveau des indicateurs boursiers (tableau 2), les entreprises performant moins bien que le sbf 250 sur l'année précédant l'annonce du recentrage. Leur performance boursière est également négative, sans toutefois apparaître comme significativement différente de zéro. Notons enfin que certaines firmes de notre échantillon ont un niveau d'endettement très élevé (représentant jusqu'à sept fois les fonds propres pour l'entreprise la plus endettée).

### **Tableau 3 : caractéristiques financières des entreprises de l'échantillon**

Différences	moyenne	Médiane	Nb valeurs positives	Nb valeurs négatives	Nb de valeurs
$\Delta$ renta éco n-3 à n-2 <sup>1</sup>	-1,97%***	-0,87%***	26	44**	70
$\Delta$ renta éco n-2 à n-1	-2,12%***	-1,19%***	29	49**	78
$\Delta$ renta fi n-3 à n-2	-5,32%***	-1,55%***	26	44**	70
$\Delta$ renta fi n-2 à n-1	-4,01%*	-2,23%***	29	47*	76
$\Delta$ tx d'endt n-3 à n-2	-10,46%	-1,24%	32	45	77
$\Delta$ tx d'endt n-2 à n-1	4,07%	1,82%*	41	40	81

1. les valeurs moyennes et médianes sont des différences entre deux années : la rentabilité économique en n-2 est inférieure de 1,97% (valeur moyenne) à celle de n-3
- La rentabilité économique est définie comme le ratio résultat d'exploitation/(CP+Dettes Financières)n-1

La rentabilité financière est définie comme le ratio résultat courant/CPn-1  
 Le taux d'endettement est défini comme le ratio Dettes Financières/CP  
 \*, \*\*, \*\*\* : significatifs au seuil de 10%, 5%, 1% respectivement

Les entreprises de l'échantillon connaissent une baisse de la rentabilité en n-1 et n-2 (tableau 3). Cette dégradation est plus importante après prise en compte de l'endettement. Notons que les résultats sont identiques si l'on retient le résultat net ou si nous calculons des taux de marge. Le taux d'endettement est en légère augmentation l'année précédant le recentrage.

Il semble ainsi que les entreprises de notre échantillon connaissent une baisse de rentabilité qui, associée à la hausse de l'endettement, les amène au recentrage. Une recherche spécifiquement dédiée aux caractéristiques des entreprises qui se recentrent permettrait de confirmer ces résultats.

Il n'en demeure pas moins que plus d'un tiers des entreprises de notre échantillon connaissent une augmentation de la rentabilité avant la décision de recentrage. De plus, 70% des entreprises présentent un résultat net positif l'année précédant le recentrage. Rajoutons qu'en n-1, 9% des entreprises avaient une rentabilité économique négative ; elles étaient 6% en n-3 et 4% en n-2. Quand on prend en compte la rentabilité financière, les pourcentages précédents deviennent : 12% (n-3), 13% (n-2) et 20% (n-1).

Ainsi, bien qu'en moyenne, on constate une baisse de la rentabilité avant la décision de recentrage, on relève que l'échantillon est relativement hétérogène en terme de performance.

La présence de rentabilités négatives ou en baisse provient-elle de difficultés au niveau du métier de base ou au niveau des activités périphériques ? Afin de répondre à cette question, nous avons recensé les taux de marge (résultat/ventes) pour les activités cédées et pour les activités conservées. Nous avons réalisé la même opération pour le taux de croissance du chiffre d'affaires en n-1.

**Tableau 4 : taux de marge et taux de croissance du CA des activités cédées et du métier de base**

	Moyenne	Médiane	nb de valeurs positives	nb de valeurs négatives	total
Tx de marge du métier de base n-1	1,4%	2%***	40***	12	52
Tx de marge de l'activité cédée n-1	-8,87%***	0%	21	27	57
Différence de taux de marge	10,92%***	5,75%***	41***	11	52
Tx de croissance du CA du métier de base	7,08%***	4,37%***	41***	17	58
Tx de croissance du CA de l'activité cédée	-0,72%	-1,08%	23	29	52
Différence de tx de croissance du CA	7,90%***	5,81%***	37***	13	50

\*,\*\*,\*\*\* résultats significatifs respectivement au seuil de 10%, 5% et 1%

Les différences sont des écarts de pourcentages entre le métier de base et l'activité cédée

Les activités cédées ont un niveau de marge et un taux de croissance du CA plus faible que le métier principal. Notons que nous ne disposons pas de toutes les données pour l'ensemble de l'échantillon. Par contre, les journaux financiers indiquent en général si l'activité cédée était déficitaire ou bénéficiaire. D'après cette source, 45 recentrages concernent des cessions d'activités à rentabilité positive ou nulle et 35 des activités déficitaires (80 recentrages pour lesquels l'information est disponible).

Signalons que certains taux de croissance du CA du métier de base sont amplifiés à la hausse du fait que certaines entreprises étaient engagées dans une forte politique de croissance externe l'année précédant le recentrage.

Après ce rapide panorama des caractéristiques économiques et financières des entreprises de notre échantillon, nous analysons la création de valeur observée à l'annonce d'un recentrage.

### 3.2 Recentrage et création de valeur

Les résultats obtenus à la première annonce de recentrage sont les suivants :

**Tableau 5 : rentabilités anormales pour les premières annonces de recentrage**

Jour t	RAMt	T	proba bilat.	Z	Proba bilat.
-10	0,225%	0,875	0,385	-1,031	0,303
-9	0,129%	0,455	0,651	-0,208	0,836
-8	0,460%	1,688	<b>0,096*</b>	-1,193	0,233
-7	-0,497%	-1,721	<b>0,090*</b>	-1,504	0,132
-6	0,364%	1,325	0,190	-1,374	0,169
-5	0,024%	0,096	0,924	-0,037	0,970
-4	0,163%	0,634	0,528	-0,187	0,851
-3	0,140%	0,525	0,601	-0,181	0,856
-2	0,332%	0,977	0,332	-0,887	0,375
-1	1,307%	3,441	<b>0,001***</b>	-6,504	<b>0,000***</b>
<b>0</b>	<b>1,556%</b>	2,717	<b>0,008***</b>	-2,517	<b>0,012**</b>
1	0,073%	0,282	0,779	-0,412	0,680
2	-0,013%	-0,037	0,971	-0,531	0,595
3	0,170%	0,886	0,379	-0,606	0,545
4	0,700%	2,459	<b>0,017**</b>	-2,211	<b>0,027**</b>
5	0,130%	0,437	0,663	-0,543	0,587
6	-0,167%	-0,672	0,504	-0,744	0,457
7	0,340%	1,312	0,194	-0,719	0,472
8	-0,297%	-1,214	0,229	-1,013	0,311
9	-0,124%	-0,445	0,658	-0,706	0,480
10	-0,131%	-0,524	0,602	-0,550	0,583

\* significatif à 10% ; \*\* significatif à 5% ; \*\*\* significatif à 1%  
 RAMt est la rentabilité anormale moyenne du portefeuille de titres le jour t  
 T est la statistique de Student du test paramétrique à 66 degrés de liberté s'il n'y a pas de données manquantes  
 Z est la statistique associée au test non paramétrique de Wilcoxon

Nous repérons une création de valeur significativement différente de 0 en -1 (1,31%) et 0 (1,56%). Notre échantillon ne comporte que 67 annonces parce que 18 recentrages ont été annoncés en même temps que les résultats semestriels ou annuels. La prise en compte de ces recentrages ne modifie pas les résultats, laissant penser que les résultats annoncés avaient été correctement anticipés par le marché financier.

**Tableau 6 : premières annonces de recentrage : rentabilités anormales cumulées pour différentes fenêtres d'observation**

Fenêtre	RAMt	T	proba bilat.	Z	Proba bilat.
-1;0	2,863%	4,543	0,000***	-4,548	0,000***
-1;1	2,937%	4,100	0,000***	-3,923	0,000***
-5;5	4,583%	4,297	0,000***	-4,085	0,000***
-10;10	4,881%	3,862	0,000***	-3,379	0,001***
-3;3	3,566%	3,633	0,001***	-3,336	0,001***
-5;0	3,523%	4,439	0,000***	-4,023	0,000***
0;5	2,616%	3,094	0,003***	-2,424	0,015**
0;2	1,617%	2,220	0,030**	-1,936	0,053*
-10;0	4,195%	4,639	0,000***	-4,073	0,000***
0;10	2,242%	2,162	0,034**	-1,662	0,097*

\* significatif à 10% ; \*\* significatif à 5% ; \*\*\* significatif à 1%

Pour nos 67 annonces, la création de valeur ressort à 2,86% sur deux jours, significative à 1%. Sur [-10 ;+10], elle ressort à un peu moins de 5%. Ces résultats rejoignent ceux des autres études réalisées sur le sujet (Markides (1996), Berger et Ofek (1999), John et Ofek (1995), Perdreau (1998), Sentis (1995) et Cadiou (1988)).

Ces premières annonces de recentrage comprennent 35 plans de recentrage et 32 annonces accompagnées d'une cession. Certaines entreprises ont simplement annoncé leur volonté de céder une ou plusieurs activités tandis que d'autres ont annoncé en même temps une première cession d'actif. Par catégorie, les résultats sont les suivants :

**Tableau 7 : rentabilités anormales pour les plans de recentrage et pour les annonces accompagnées d'une première cession**

Jour t	RAMt Plans	T	Z	RAMt plans avec cession	T	Z
-10	0,321%	0,836	-0,660	0,120%	0,364	-0,384
-9	0,138%	0,275	-0,424	0,118%	0,627	-0,860
-8	0,530%	1,302	-1,178	0,377%	1,104	-0,921
-7	-0,228%	-0,616	-0,590	-0,801%	<b>-1,802*</b>	<b>-1,720*</b>
-6	0,455%	1,129	-0,917	0,265%	0,705	-0,898
-5	0,213%	0,620	-1,053	-0,183%	-0,504	-0,841
-4	0,275%	0,773	-0,880	0,040%	0,109	-0,438
-3	0,093%	0,234	-0,691	0,192%	0,560	-0,867
-2	0,097%	0,195	-0,518	0,590%	1,316	-0,778
-1	0,759%	1,658	<b>-1,699*</b>	1,906%	<b>3,216***</b>	<b>-3,328***</b>
<b>0</b>	<b>1,063%</b>	1,358	-1,335	<b>2,096%</b>	<b>2,564**</b>	<b>-2,560**</b>
1	0,307%	0,790	-0,393	-0,182%	-0,556	-0,116
2	0,219%	0,436	-0,613	-0,267%	-0,577	-0,009
3	-0,120%	-0,503	-0,189	0,486%	1,675	-1,242
4	0,898%	<b>2,391**</b>	<b>-1,870*</b>	0,484%	1,144	-1,117
5	0,468%	1,101	-1,115	-0,240%	-0,606	-0,456
6	-0,401%	-1,147	-0,943	0,097%	0,283	-0,374
7	0,370%	0,926	-0,581	0,306%	0,971	-0,314
8	-0,015%	-0,041	-0,063	-0,614%	<b>-2,000*</b>	-1,372
9	-0,308%	-0,784	-0,597	0,084%	0,218	-0,176
10	-0,290%	-0,762	-0,424	0,043%	0,136	-0,393

\* significatif à 10% ; \*\* significatif à 5% ; \*\*\* significatif à 1%  
RAMt est la rentabilité anormale moyenne du portefeuille de titres le jour t  
T est la statistique de Student du test paramétrique  
Z est la statistique associée au test non paramétrique de Wilcoxon

Pour les plans, seul le test non paramétrique indique une réaction significativement non nulle au seuil de 10% le jour précédant l'annonce. Lorsque l'annonce est accompagnée de la

première cession, la création de valeur est fortement significative en 0 et -1. Notons que les tests ont été refaits pour l'ensemble de l'échantillon et que les résultats sont identiques.

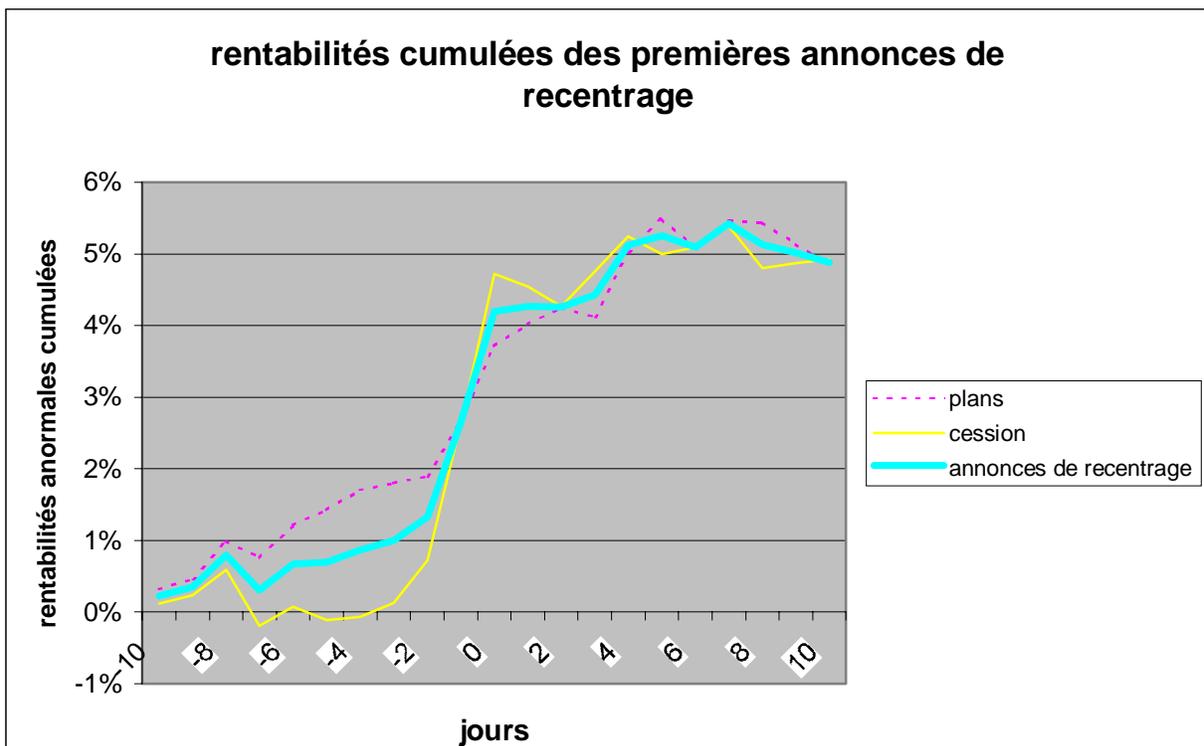
**Tableau 8 : plans de recentrage et annonces accompagnées d'une première cession : rentabilités anormales cumulées pour différentes fenêtres d'observation**

fenêtre	RAMt plans	T	Z	RAMt plans avec cession	T	Z
-1;0	1,822%	2,111**	-2,388**	4,002%	4,626***	-4,065***
-1;1	2,129%	1,948*	-1,932*	3,820%	4,434***	-3,565***
-5;5	4,273%	3,074***	-2,765***	4,922%	3,053***	-2,868***
-10;10	4,846%	2,870***	-2,482**	4,919%	2,632**	-2,171**
-3;3	2,419%	1,832*	-1,54	4,821%	3,422***	-2,957***
-5;0	2,500%	2,645**	-2,482**	4,641%	3,694***	-3,046***
0;5	2,836%	2,272**	-1,681	2,376%	2,148**	-1,849*
0;2	1,589%	1,406	-1,005	1,647%	1,883*	-2,010*
-10;0	3,717%	3,064***	-2,749***	4,719%	3,558***	-2,904***
0;10	2,193%	1,406	-0,911	2,296%	1,742*	-1,385

\* significatif à 10% ; \*\* significatif à 5% ; \*\*\* significatif à 1%

Nous repérons une création de valeur de 4% sur [-1 ;0] pour les annonces avec cession supérieure à la création de valeur enregistrée lorsque le plan de recentrage ne comporte pas de cession réalisée soit 1,82%. Un commencement de réalisation serait ainsi plus valorisé qu'une intention. Notons tout de même que sur des fenêtres plus étendues, la différence s'estompe, le marché attendant peut-être un supplément d'information pour les plans de recentrage. Il se peut également qu'il se donne le temps de la réflexion.

Le graphique ci-après reprend l'évolution des rentabilités anormales cumulées sur la période d'étude pour l'ensemble des premières annonces et par catégorie.



Nous avons également recensé les autres réactions aux différentes réalisations qui font suite à la première annonce. En effet, toutes les informations sur le recentrage ne sont pas forcément connues dès la première annonce ; par ailleurs, il subsiste, à la première annonce, une incertitude quant à la réalisation effective de l'opération de recentrage.

La création de valeur totale pour l'ensemble des annonces associées à un recentrage est de 4,2% sur [-1 ;0]c, de 5,4% sur [-5 ;5]c et 5,8% sur [-10 ;10]c. Tous ces résultats sont significatifs au seuil de 1%.

Une création de valeur semble donc être associée aux recentrages français, ces résultats étant conformes aux autres études réalisées sur le sujet. Avec ce constat, il convient d'expliquer l'origine de la création de valeur observée en tentant de valider nos hypothèses.

### 3.3 Validation des hypothèses

La création de valeur liée à un recentrage devrait être reliée aux perspectives de croissance du métier de base rentable.

Afin de valider notre hypothèse 1, nous retenons des indicateurs passés tels le taux de croissance du chiffre d'affaires du métier de base et le taux de marge du métier de base en  $n-1$ . Nous utilisons également comme indicateur mesurant le potentiel de croissance le taux d'investissement industriel (investissements industriels / CA) et le taux d'investissements totaux (investissements industriels et financiers / CA). Ces deux indicateurs sont utilisés par Daley, Mahotra et Sivakumar (1997).

En outre, la création de valeur peut venir du potentiel de croissance rentable futur lié au réemploi des fonds dans le métier de base pour bénéficier des effets de taille. Nous avons donc pris en compte deux indicateurs : la taille atteinte à l'international et les perspectives du métier de base. Le premier indicateur (taille atteinte à l'international) prend la valeur 2 lorsque l'entreprise a une taille mondiale (1 ou 2<sup>ème</sup> mondial), la valeur 1 lorsqu'elle est dans les dix premières entreprises mondiales et la valeur 0 au-delà. Une entreprise qui n'a pas la taille critique présente plus de potentiel de gains liés à la croissance de son métier de base qu'une entreprise leader mondial. Le deuxième indicateur — les perspectives du métier de base (1 si favorable, 0 sinon) — est apprécié à partir des commentaires de la presse financière au moment du recentrage.

Nous régressons ces indicateurs à la création de valeur liée au recentrage.

#### **Tableau 9 : création de valeur et perspectives de croissance rentable**

Variable explicative	Variable expliquée [-1 ;0] Nombre d'observations : 73
Constante	-0,00247
Taux d'investissement industriel	0,43**
R <sup>2</sup>	0,068
F	5,278**

\*\* résultats significatifs au seuil de 5%

Mis à part le taux d'investissement industriel, aucun de nos indicateurs ne permet de valider cette hypothèse. Notons que certains de ces indicateurs présentent des biais liés à leur subjectivité ou à leur difficulté à appréhender de façon pertinente les perspectives de croissance rentable des entreprises de notre échantillon. Par exemple, le taux de marge du métier de base n'est pas un indicateur de rentabilité tenant compte du risque de l'activité ; d'autre part, le métier de base peut être en difficulté à cause des synergies négatives avec les activités cédées. Par conséquent, il mesure difficilement les perspectives de réemploi rentable des fonds.

Notons quand même que Perdreau (1998) suggère, à la vue de ses résultats sur les cessions de recentrage, que l'élimination des synergies négatives est plus valorisée par rapport aux perspectives de réemploi des fonds dans le métier de base. Nous allons donc tenter de vérifier l'hypothèse 2 d'une création de valeur liée à l'élimination de synergies négatives ou d'activités sources de perte.

L'élimination de filiales déficitaires devrait avoir un impact positif sur la valeur puisqu'une activité destructrice de richesse est valorisée négativement dans une firme diversifiée. Nous avons constitué une variable binaire qui prend la valeur 0 lorsque l'activité cédée était déficitaire l'année précédant l'année du recentrage, 1 autrement. Egalement, nous retenons le poids du résultat de l'activité cédée dans le résultat total avant prise en compte de cette activité.

D'autre part, suivant Markides (1996), la création de valeur devrait être plus importante pour les firmes trop diversifiées. Une firme est jugée trop diversifiée si elle présente une forte dispersion de ses activités et une faible rentabilité. Nous utilisons deux indicateurs mesurant la dispersion des activités : l'indice d'Herfindahl (noté H) et l'indice d'entropie (noté E). Nous utilisons deux indicateurs de rentabilité : la rentabilité économique et la rentabilité financière des entreprises de notre échantillon l'année précédant la date d'annonce du recentrage.

**Tableau 10 : création de valeur et perte de valeur due à la diversification antérieure**

Variables explicatives	Variables expliquées (Nombre d'observations)				
	[-1 ;0]c (79)	[-1 ;0] (79)	[-5 ;5]c (58)	[0;5] (58)	[-1 ;1]c (59)
Constante	0,00586	0,00388	0,044	0,0176	0,108
Ben $\geq$ 0 (oui=1)	-0,0276*	-0,0256*			
Poids résultat			-0,0175*	-0,0128**	
Renta éco n-1					-0,272**
H datastream n-1					-0,08**
R <sup>2</sup>	0,042	0,046	0,05	0,067	0,114
F	3,362*	3,752*	2,993*	4,119**	3,655**

\*, \*\*: significatifs à 10% et 5% respectivement

Signalons, en préambule, que le pouvoir explicatif des modèles n'est pas très élevé mais qu'il se situe dans le même ordre de grandeur que les autres études réalisées sur le sujet.

Quelle que soit la variable expliquée (création de valeur à la première annonce ou pour la totalité des annonces), les résultats confirment que l'élimination d'une activité source de perte crée de la valeur (tableau 10).

Conformément aux résultats trouvés par Markides (1996), nous repérons aussi que la création de valeur est corrélée négativement au niveau de rentabilité passé et positivement au niveau de diversification. Les résultats sont significatifs quel que soit l'indicateur de rentabilité retenu mais uniquement pour la création de valeur totale et les indices d'entropie ou d'Herfindahl obtenus sur Datastream. Pour corroborer ces derniers résultats, nous scindons notre échantillon en fonction de l'excès de diversification des entreprises. Les entreprises sont classées trop diversifiées lorsqu'elles ont un niveau de diversification au delà de la médiane de l'échantillon et un niveau de rentabilité en deçà. Elles sont classées peu diversifiées lorsqu'elles sont en deçà des médianes de l'échantillon.

**Tableau 11 : création de valeur et excès de diversification**

	Nombre d'entreprises	[-1 ;1]c	[-1 ;1]
Entreprises trop diversifiées (renta éco, H datastream)	22	5,63%**	3,39%**
Entreprises peu diversifiées (renta éco, H datastream)	14	-0,07%	-0,55%

\*\* résultats significatifs au seuil de 5%

Les entreprises classées trop diversifiées présentent une création de valeur significativement différente de zéro contrairement aux entreprises classées peu diversifiées. Nous confirmons ainsi que l'élimination de synergies négatives semble valorisée par le marché. Nous validons ainsi notre hypothèse 2.

Que la firme élimine des synergies négatives ou bénéficie du potentiel de croissance du métier de base, nous devons nous attendre à une modification du taux de croissance à moyen terme des bénéfices par action anticipé par les analystes financiers au moment de l'annonce du recentrage. Cette modification du TCMT doit être positivement corrélée à la création de valeur obtenue lors du recentrage.

Nous nous intéressons donc aux modifications des prévisions des analystes financiers aussi bien au niveau :

- du bénéfice par action de l'année qui suit la décision de recentrage (bpa)
- du taux de croissance à moyen terme des bénéfices par action à cinq ans (tcmt).

Comme le recentrage peut induire une modification du risque (l'activité vendue n'a pas forcément le même risque que l'activité gardée / désendettement concomitant), nous regardons également la modification du bêta.

**Tableau 12 : modification des prévisions des analystes financiers à l'annonce d'un recentrage**

	Moyenne	Médiane	nb valeurs	nb valeurs positives	Nb valeurs négatives
bpa médian(0/1) <sup>1</sup>	-13,07%**	0%	53	20	26
bpa moyen(0/1)	-20,70%**	-0,86%**	53	21	31
tcmt médian(0/1)	4,76%	0%	45	11	15
tcmt moyen(0/1)	0,84%	0%	44	19	21
Bêta	-2,17%	-13,51%	52	21	31
variance	36,31%	-6,78%	52	23	29
RAMt [-1 ;0]	2,12%***	1,76%***	53	38***	15
RAMt [-5 ;5]	3,10%***	3,12%***	53	38***	15

1. le bpa médian (0/1) signifie que le bpa médian prévu par les analystes a baissé de 13,07% le mois qui suit la date d'annonce du recentrage.

\*\* ; \*\*\* : résultats significatifs au seuil de 5% et 1% respectivement

Nous repérons une baisse des BPA attendus, le recentrage actuel signalant peut-être, au delà de l'élimination de filiales insuffisamment rentables, des difficultés à venir sur le métier de base. Le risque est en baisse, mais les valeurs ne sont pas significatives. Par contre, le taux de croissance à moyen terme ne connaît pas les évolutions défavorables du bénéfice par action avec une augmentation positive, bien que non significativement différente de zéro.

Notons que les résultats sont identiques en retenant l'évolution des BPA sur deux mois pour tenir compte des éventuels retards dans les révisions des analystes.

**Tableau 13 : création de valeur et modification du TCMT à l'annonce du recentrage**

Variables explicatives	Variables expliquées (Nombre d'observations)
------------------------	---

	[-1 ;0] (44)	[-5 ;5] (44)	[-5 ;0] (44)
Constante	0,0206	0,0263	0,0198
Tcmt moyen (0/1)	0,11*	0,142**	0,153**
R <sup>2</sup>	0,066	0,123	0,109
F	3,014*	5,996**	5,215**

\* ; \*\* : résultats significatifs au seuil de 10% et 5% respectivement

Le tableau 13 établit un lien entre la création de valeur à l'annonce du recentrage et l'augmentation du TCMT anticipée par les analystes financiers. Nous validons ainsi notre hypothèse 3.

Nous tentons, dès lors, de savoir si les performances ex-post montrent l'élimination de synergies négatives et/ou la croissance du métier de base, c'est-à-dire si ce qui a été anticipé par le marché et les analystes financiers s'est bien réalisé.

Nous comparons les indicateurs de rentabilité et de croissance des années postérieures, respectivement, à la date de première annonce, à la date de la première cession, à la date de la dernière opération réalisée, aux mêmes indicateurs de rentabilité et de croissance des années précédant la date de première annonce du recentrage.

**Tableau 14 : mesures ex-post de la performance comptable**

Différence	Moyenne après l'annonce	Médiane après l'annonce	Moyenne après une cession	Médiane après une cession	Moyenne après la fin du recentrage	Médiane après la fin du recentrage
$\Delta$ Renta éco n-2 n+1 <sup>1</sup>	-2,415% **	-0,7% **	-1,8% *	-0,4%	-1,4%	-0,3%
$\Delta$ Renta éco n-1 n+1	-0,09%	-0,4%	0,4%	0,2%	2,2% *	2,2% **
$\Delta$ Renta éco n-1 n+2	1,83% **	1,7% **	1,3%	1,25% *	1,7% *	2% **
$\Delta$ Renta fi n-2 n+1	-2,4%	0,6%	0,6%	1%	1%	1,2%
$\Delta$ Renta fi n-1 n+1	8,22%	1%	6,5% **	1%	7,5% **	2,2% **
$\Delta$ Tx d'endit n-1 n+1	-28% **	-9,8% ***	-35% ***	-14% ***	-38% ***	-18% ***
$\Delta$ Tx d'invnt ind. n-2 n+1 <sup>2</sup>	-0,44%	0,09%	-0,2%	0,13%	0,17%	0,21%
$\Delta$ Tx d'invnt ind. n-1 n+1	-0,39%	-0,03%	-0,41%	-0,12%	-0,17%	0,14%
$\Delta$ Tx d'invnt totaux n-1 n+1	-1,13%	-2,44% *	-0,86%	-1,46%	0,29%	-0,3%
$\Delta$ Tx d'invnt totaux n-1 n+2	0,55%	-0,97%	0,84%	0,42%	Ns	Ns
$\Delta$ Tx de croissance du CA du métier de base n-1 n+2	1,25%	0,65%	1,32%	1,19%	-0,37%	1,12%

1. la rentabilité économique l'année suivant l'annonce de recentrage est inférieure de 2,415% (valeur moyenne) à celle obtenue deux ans auparavant (résultats significatifs au seuil de 5%). La rentabilité économique l'année suivant la première cession est inférieure de 1,8% à celle obtenue deux ans avant l'annonce de recentrage (résultat significatif au seuil de 10%). La rentabilité économique l'année suivant la fin du recentrage est inférieure de 1,4% à celle obtenue deux ans avant l'annonce de recentrage (différence entre les deux rentabilités non significativement différente de zéro).

2. le taux d'investissement industriel (investissements industriels/CA) de l'année qui suit la date de recentrage est inférieur de 0,44% à celui de deux ans auparavant. On procède de même pour le taux d'investissements totaux (investissements industriels + financiers).

\* ; \*\* ; \*\*\* : résultats significatifs au seuil de 10%, 5% et 1% respectivement

Nous constatons une amélioration des performances à l'issue du recentrage. Elle est progressive, tout au long du recentrage. Notons que la performance ne s'améliore pas l'année qui suit la première annonce. Nous retrouvons la tendance relevée pour les BPA.

Il semble donc que l'annonce d'un recentrage soit suivie d'une année difficile avant de voir les résultats du recentrage porter leur fruit. Notons que le niveau de performance ex-post revient à celui de n-2 à l'issue du recentrage laissant entendre qu'il y a élimination de synergies négatives ou d'activités sources de perte.

Signalons enfin que l'entreprise consacre une partie des fonds dégagés au désendettement. Il n'y a donc pas un réinvestissement total immédiat dans le métier de base. D'ailleurs, nous ne repérons pas d'augmentation significative de la croissance du CA du métier de base au cours du recentrage. Les résultats relevés au niveau des taux d'investissement sont identiques.

Rappelons tout de même que certaines firmes étaient engagées dans des opérations de croissance interne et externe avant le recentrage. De ce fait, les taux d'investissement et la croissance du CA du métier de base étaient déjà élevés en n-1 et n-2.

Au demeurant, les tentatives de validation de notre hypothèse 4 laissent donc apparaître une augmentation de la rentabilité plutôt qu'une hausse du taux de croissance du métier de base.

Afin de vérifier que les évolutions ex-post sont bien dues au processus de recentrage, nous régressons, respectivement, les indicateurs de mesure ex-post de la rentabilité et du taux de croissance à la création de valeur liée au recentrage, puis à l'évolution du TCMT.

**Tableau 16 : mesures ex-post et création de valeur à l'annonce du recentrage**

Variables explicatives	Variables expliquées (Nombre d'observations)					
	[-1 ;0] (50)	[-1 ;0] (35)	[-1 ;0] (35)	[-1 ;0] (28)	Tcmt moyen (0/1) (26)	Tcmt médian(0/1) (26)
Constante	0,0217	0,0177	0,0167	0,0195	0,0263	0,07124
$\Delta$ Renta éco n-1 n+2 ap1 ces	0,279**					
$\Delta$ Renta éco n-1 n+2 fin rec		0,282*				
$\Delta$ Renta fi n-1 n+2 fin rec			0,114*			
$\Delta$ Tx d'invnt totaux n-1 n+1fin rec				0,423**	0,442	2,444***
R <sup>2</sup>	0,072	0,099	0,081	0,149	0,043	0,249
F	3,775**	3,727*	2,99*	4,716**	1,121	8,284***

\* ; \*\* ; \*\*\* : résultats significatifs au seuil de 10%, 5% et 1% respectivement

Nous repérons une corrélation entre les mesures ex-post et les anticipations du marché financier et des analystes financiers au moment de l'annonce de recentrage.

Les corrélations positives obtenues entre l'augmentation ex-post du taux d'investissements totaux et la création de valeur d'une part, le TCMT d'autre part, laissent à penser que le recentrage redonne des perspectives de croissance externe, ces perspectives étant valorisées par le marché et les analystes financiers conformément à notre hypothèse 4.

## Conclusion

A travers cet article, nous voulions montrer que les opérations de recentrage ne peuvent être appréhendées comme la simple correction d'une diversification en excès, source d'inefficience. Par conséquent, la création de valeur ne doit pas seulement résulter de l'élimination de synergies négatives entre des activités trop disparates ou de l'élimination d'activités sources de perte mais être aussi liée aux perspectives de croissance du métier de base. Nos résultats laissent apparaître que l'élimination de sources de perte importantes et la perspective d'un redressement de la rentabilité sont fortement valorisées. Par contre, la perspective de voir les fonds réinvestis dans un métier de base rentable en vue d'accélérer la croissance de ce dernier n'apparaît pas très concluante. Nos derniers résultats montrent toutefois un lien entre la création de valeur liée au recentrage, le taux de croissance des bénéfices par action à cinq ans anticipé par les analystes financiers et l'augmentation du taux d'investissement totaux (industriels et financiers). Ce résultat nous laisse à penser que le recentrage pourrait redonner des perspectives de croissance à un métier de base rentable.

Afin de conforter ces derniers résultats, il nous semblerait opportun de scinder notre échantillon selon le caractère offensif ou défensif du recentrage. En effet, selon le caractère plus ou moins dynamique du recentrage, les sources de la création de valeur devraient être différentes.

Pour les recentrages défensifs, l'élimination de sources de perte et de l'excès de diversification devrait être à l'origine de la création de valeur liée au recentrage et de l'augmentation de la rentabilité ex-post. Pour les recentrages offensifs, on devrait plutôt s'attendre à une création de valeur provenant de la croissance du métier de base.

Signalons enfin que nous repérons un désendettement significatif au cours du recentrage. Ce désendettement mériterait une étude approfondie. En effet, le désendettement peut réduire le

risque de faillite ou permettre de retrouver une marge de manoeuvre financière en vue d'assurer la croissance du métier principal.

## **Bibliographie**

- Batsch L, 1992, « Aspects financiers et stratégiques des politiques de recentrage des groupes industriels en France », thèse de Sciences de Gestion, Université Paris IX Dauphine
- Berger P, Ofek E, 1999, « Causes and effects of corporate refocusing programs », *The review of Financial Studies*, 12, 2, p 311-345
- Bhide A, 1990, « Reversing corporate diversification », *Journal of Applied Corporate Finance*, 5, p 70-81
- Brown S.J, Warner J.B, 1985, « using daily stock returns. The case of event-studies », *Journal of Financial Economics*, 14, p 3-31
- Cadiou C, 1988, « Les stratégies de désinvestissement des moyennes et grandes sociétés françaises », thèse de doctorat, Rennes
- Chatterjee S, Lubatkin M, 1990, « Corporate mergers, stockholder diversification and changes in systematic risk », *Strategic Management Journal*, 11, p 255-268
- Daley L, Mahrotra V, Sivakumar R, 1997, « Corporate focus and value creation, Evidence from spinoffs », *Journal of Financial Economics*, 45, p 257-281
- Denis D.J, Denis D.K, Sarin A, 1997, « Agency problems, Equity ownership and corporate diversification », *Journal of Finance*, 52, p 135-160
- Fowler D.J, Rorke C.H, 1983, « Risk measurement when shares are subject to infrequent trading, Comment », *Journal of Financial Economics*, 12, p 279-283
- Gibbs P.A, 1993, « Determinants of corporate restructuring : the relative importance of corporate governance, takeover threat and free cash flow », *Strategic Management Journal*, 14, p 51-68
- Hachette I, 1994, « Opérations financières et transfert de richesse », PUF, 195 pages
- Jensen M.C, 1986, « Agency costs of free cash flow, Corporate Finance and takeovers », *American Economic Review*, 76, p 323-329
- John K, Ofek E, 1995, « Asset sales and increases in focus », *Journal of Financial Economics*, 37, p 105-126
- Markides C, 1996, « Diversification, Refocusing and Economic Performance », The MIT Press
- Markides C, Williamson P.J, 1994, « Related diversification, core competences and corporate performance », *Strategic Management Journal*, 15, p 149-165
- Meyer M, Milgrom P, Roberts J, 1992, « Organizational prospects, influence costs and ownership changes », *Journal of Economics and Management Strategy*, 1, p 9-35
- Perdreau F, 1998, « Désengagements et recentrage en France, 1986-1992 », 14ème journées des IAE, Nantes

- Pottier C, 1993, « Acquisitions et concurrence oligopolistique mondiale. Le cas des groupes industriels français », *Revue française d'économie*, 8, 2, p 178-208
- Sentis P, 1995, « L'influence des opérations de désinvestissement des entreprises sur la richesse des actionnaires : aspects théoriques et empiriques », thèse en Sciences de Gestion, Montpellier 1
- Shleifer A, Vishny R.W, 1990, « The takeover wave of the 1980s », *Science*, 249, p 745-74
- Teece D.J, 1982, « Toward an economic theory of the multiproduct firm », *Journal of Economic Behavior and Organization*, 3, p 39-63
- Williamson O.E, 1986, *Economic Organization : Firms, markets and policy control*, New York University Press, New York