

Désinvestissement d'entreprise : les conditions d'acquisition d'une entreprise permettent-elles d'anticiper la probabilité de revente ?

Guallino Gabriel, Enseignant-Chercheur
ESC Chambéry
Doctorant au CRET-LOG / Université Aix-Marseille II
ESC Chambéry, Savoie Technolac
12, av. du Lac d'Annecy, 73381 Le Bourget du Lac Cedex
Tel : +33 4 79 25 38 15
g.guallino@esc-chambery.fr

Résumé

L'objectif de la présente étude est de comprendre quel est l'impact des conditions d'acquisitions sur la probabilité de désinvestissement d'une acquisition réalisée en 1994. En effet, les recherches sur le désinvestissement portent sur trois grands champs de recherches : les réactions boursières suite aux désinvestissements, les typologies de désinvestissements, les causes du désinvestissement. Notre question centrale de recherche dans le présent article est : **les conditions d'acquisition ont-elles un impact sur la probabilité future de désinvestissement ?** Nous avons cherché à mesurer sur un échantillon de 240 opérations réalisées aux Etats-Unis en 1994 quel pouvait être le lien entre des variables liées aux conditions d'acquisition et le possible désinvestissement futur d'une partie de ces acquisitions (19,72% de l'échantillon). Pour cela nous avons, comme condition d'acquisition, mesuré l'impact de la taille relative, de la différence de métier, du caractère international de l'opération et de la méthode de paiement. Grâce à une régression logistique nous avons testé la force du lien entre le désinvestissement et ces quatre variables. Les résultats montrent que seule la différence dans le métier entre les deux entreprises a un impact fort et statistiquement significatif sur la probabilité future de désinvestissement. Des implications pour la recherche et des implications managériales en découlent.

Mots clés : acquisition, fusion, désinvestissement, Etats-Unis, régression logistique.

Si la thématique de la croissance se focalise principalement sur les fusions acquisitions, il arrive parfois que les entreprises doivent se recentrer ou diminuer la taille de leur activité. Les raisons sont nombreuses : la performance d'une filiale peut être faible, la diversification de la firme peut ne plus s'inscrire dans sa stratégie générale... Le désinvestissement ou la restructuration peuvent aussi être nécessaires car une opération passée fut un échec.

Ainsi, à partir des années 80, les firmes ont commencé à reconsidérer leur politique d'expansion et à se recentrer sur leur cœur de métier (Haynes et Thompson, 2000 : 1204). Par exemple, 20% des firmes de Fortune 500 ont procédé à des recentrages dans les années 80 (Markides, 1995). Ces vingt dernières années ont vu l'augmentation du nombre de désinvestissements d'entreprise. Un large choix d'études et de recherches ont analysé au niveau stratégique, économique et financier les motivations liées au désinvestissement (une pratique souvent assimilée à la diminution de la taille, à la décongloméralisation ou au recentrage). Ces auteurs sont Duhaim et Grant (1984), Montgomery et al. (1984), Montgomery et Thomas (1988), Bethel et Liebeskind (1993), Hoskisson et al. (1994), Mitchell (1994), John et Ofek (1995), Daley et al. (1997), Berger et Ofek (1999), etc.

Les désinvestissements sont souvent inclus dans une stratégie plus générale de la firme rangée sous l'appellation de « restructuration ». Les restructurations d'entreprises prennent différentes formes : désinvestissement (vente d'une partie de l'entreprise à une autre entreprise), « equity carve-out » (vente de tout ou partie du capital contrôlé d'une filiale à une entreprise), « spin-off » (création d'une filiale au capital séparé de la maison mère), « splitt-off » (les parties prenantes de la maison mère donnent des actions à une de ses divisions en échange d'actions de la maison mère détenues par la division), « sell-off » (liquidation de l'activité) et « split-up » (la firme dans son intégralité est fractionnée en une série de « spin-off ») (Gaughan, 2002 : 395). Au-delà de toutes ces appellations, il est important de noter que le désinvestissement est une manœuvre stratégique ou s'inscrivant dans une stratégie. En conséquence, les désinvestissements d'actifs liés à de précédentes acquisitions ne sont pas nécessairement des échecs (Kaplan, Weisbach, 1992). De plus, même s'ils sont la conséquence d'un échec, ils ne remettent pas nécessairement en cause la stratégie d'acquisition.

En synthèse, il est important de déterminer quelles sont les variables explicatives du désinvestissement et de déterminer s'il est possible de mesurer un risque de désinvestissement à partir de ces mêmes variables.

Dans la présente recherche nous nous intéresserons aux désinvestissements d'entreprises qui ont été précédemment acquises (nous ne prenons pas en compte les investissements directs telles que les constructions, les achats de brevets, de terrains etc.). De plus, nous nous intéressons aux désinvestissements complets (nous ne prenons pas en compte les désinvestissements partiels, les restructurations...). Enfin, nous tentons dans la présente recherche de relier les conditions d'acquisition avec le désinvestissement ultérieur. Cela nous conduit à proposer la problématique suivante : **les conditions d'acquisition d'une entreprise permettent-elles d'évaluer une probabilité de risque de désinvestissement ultérieur ?**

Pour ce faire, nous nous intéresserons dans un premier chapitre à une revue de littérature. Nous y aborderons le cas des diversifications/recentrage, les différentes typologies de désinvestissement, le lien entre performance boursière et désinvestissement et enfin une approche statistique des désinvestissements.

Un second chapitre traitera de la méthodologie employée. Après un rappel de la problématique, nous présenterons nos hypothèses afin de tenter de répondre à la problématique. Puis, nous expliquerons notre démarche de collecte de données et enfin nous décrirons le modèle statistique mobilisé.

Dans un troisième chapitre nous analyserons les résultats et nous tenterons d'apporter des explications à ces résultats et enfin dans un dernier chapitre, nous présenterons les implications pour la recherche (avec les limites de la présente recherche et les développements futurs) et les implications managériales.

1. APPROCHE THEORIQUE DES DESINVESTISSEMENTS

Les désinvestissements sont souvent associés à la politique de recentrage des années 70-80, politique menée pour corriger certains excès. À cette période, en effet, les groupes ont eu tendance à réduire l'éventail de leurs activités (sans pour autant que l'on assiste obligatoirement à un mouvement général de spécialisation, certaines firmes se redéployant vers d'autres secteurs).

En effet, il y aurait eu un « excès » de diversification dans les années 60 et 70, période de promotion de la « firme portefeuille » (Bergh, Lawless, 1998 : 97).

Cinq types de facteurs explicatifs de cette diversification excessive ont été avancés (Batsch, 2003) :

- Un **recyclage d'une trésorerie disponible** dans des investissements engendrant plus de ressources qu'ils n'en consomment (Jensen, 1986). Dans le même ordre d'idée, cette stratégie permettait de réduire les risques en les diversifiant.
- Un **excès de confiance des dirigeants** dans leur capacité à gérer une diversification et à exploiter des opportunités liées une prétendue sous-évaluation de l'entreprise cible par les marchés (hypothèse d'Hubris de Roll (1986)). De plus, dans cette hypothèse, liée à la théorie de l'agence, les conglomérats refléteraient pour les dirigeants une manœuvre de protection contre leur limogeage. On a aussi parlé à cette époque de stratégie de construction d'empire.
- La **généralisation de la structure multi-divisionnaire décentralisée** (M-Form) : Shleifer et Vishny (1991) remarquent que cette forme s'est trouvée bien en phase avec la diversification conglomérale des années 60.
- Les **marchés des capitaux** : ils ont réagi favorablement aux orientations de développement congloméral dans les années 60 et 70 en valorisant mieux l'allocation interne des capitaux dans les conglomérats (Servaes, 1996).
- Une **politique anti-trust plus agressive** : aux États-Unis, cette politique a placé les groupes les plus puissants sous la menace d'un abus de position dominante s'ils poursuivaient leur croissance dans leur branche d'activité d'origine (Fligstein, 1990).

A partir de la fin des années 70, les entreprises ont cessé cette politique de diversification conglomérale. Parallèlement, les marchés ont commencé à être nettement plus méfiants envers ces politiques (Baker, Smith, 1998). Entre 1979 et 1988, la proportion des entreprises n'ayant qu'une seule activité est passée de 38,1% à 55,7% (Comment, Jarrell, 1995). Economiquement, ce tournant résulte de la conjonction de quatre facteurs :

- Une **réduction du bénéfice retiré d'une diversification conglomérale**. Plusieurs raisons attestent de ce bilan : tout d'abord, dans les années 80, la probabilité de devenir la cible d'une prise de contrôle hostile était corrélée avec le degré de diversification conglomérale. Ensuite, la performance de ces conglomérats était jugée décevante (Ravenscraft, Scherer, 1987 ;

Servaes, 1996). Les firmes ne semblent pas être capables de gérer un trop grand nombre d'activités non reliées au niveau opérationnel (Markides, 1995). Le corollaire est que les désinvestissements d'entreprises ont contribué à améliorer l'efficacité opérationnelle en diminuant le nombre d'activités différentes (Hoskisson, Turk, 1990).

- Une **diminution de l'intérêt d'une allocation interne du capital**, compte tenu du dynamisme croissant des marchés financiers (Batsch, 2003). Le conglomérat qui jouait un rôle de marché interne des capitaux a cédé la place à des marchés externes plus actifs. Les marchés internes sont donc jugés moins efficaces, voir inefficaces (Shin, Stulz, 1998). La baisse des coûts de transaction sur les marchés financiers et l'amélioration de la quantité et de la qualité de l'information disponible sur le marché ont favorisé cette tendance à la prééminence des marchés financiers sur l'allocation interne des ressources de l'entreprise. Ce dynamisme se traduit aussi par une reprise en main de la politique de l'entreprise par les actionnaires, au détriment des dirigeants (Denis et al., 1997). Ainsi la fonction de diversification serait gérée de manière plus efficace par les actionnaires que par les entreprises (Hoskisson et al., 1994).
- Une **globalisation des marchés financiers** qui laissent peu de place à une politique de diversification, les entreprises cherchant en premier lieu la conquête d'un leadership global.
- Un **relâchement de la politique anti-trust**. La politique de la concurrence américaine s'est assouplie dès les années 80. Les freins légaux à la concentration se relâchaient, permettant au groupe de choisir une stratégie de recentrage (Shleifer, Vishny, 1991).

Ainsi, avec le ralentissement des stratégies de diversification au début des années 80, le nombre de désinvestissements a augmenté de manière significative. Les firmes ont à ce moment reconsidéré leurs stratégies expansionnistes. De plus, les remboursements des intérêts importants de l'époque ont sonné le glas de ces stratégies et ont amené les firmes à se restructurer afin de diminuer leur endettement. Enfin, les firmes ont vu dans le désinvestissement une manière d'accroître la richesse de l'actionnaire et ce, même si l'endettement ne représentait pas un lourd fardeau. Si une approche historique permet de cerner ce phénomène, ce ne sont pas là les seules raisons avancées par les chercheurs.

1.1. FACTEURS INFLUENÇANT LES DESINVESTISSEMENTS : UNE TYPOLOGIE

Dans un article de 1993, Hamilton et Chow (1993 : 484) ont listé les motivations de 36 dirigeants Néozélandais dans leur stratégie de désinvestissement. Ils ont dressé une liste de 30 motivations principales (se séparer d'une unité non désirée ou non profitable, se concentrer sur son cœur de métier, besoin de liquidité, prix proposé pour l'unité vendue est attractif, pour financer d'autres investissements, etc.)

Plusieurs recherches ont tenté de construire une typologie des motivations des entreprises qui cédaient une entité ou un segment d'activité.

1.1.1. Une logique réglementaire (autorité anti-trust principalement)

Dans le cadre de fusions acquisitions, les entités ou groupes nouvellement créés sont soumis à l'autorisation des autorités de régulations (FTC aux Etats-Unis, DG4 pour la communauté européenne...). Celles-ci refusent partiellement ou en totalité l'opération dans le cas de situation monopolistique sur un marché donné et sur une zone géographique donnée.

L'entreprise doit alors procéder à un désinvestissement total (ce qui est rare) ou sélectif (la logique de désinvestissement est souvent présentée par pays. Par exemple, le Groupe Lafarge a dû se séparer d'activités cimenteries acquises aux Etats-Unis lors de sa fusion avec le groupe Blue Circle).

Ce type de désinvestissement survient à court terme (par la réglementation maximum un an après l'opération). Ainsi, il est question de désinvestissements non voulus par l'entreprise mais rendus obligatoires par les autorités de régulations économiques (FTC aux Etats-Unis ou Commission Européenne en Europe) et ce pour prévenir toute position abusivement dominante sur un marché (Sagot-Duvauroux, Coutinet, 2003). Cette logique réglementaire peut aussi se trouver dans les modifications législatives ou fiscales incitant les entreprises à choisir de nouvelles formes organisationnelles afin de bénéficier d'économies fiscales (Zey, Swenson, 2001). En 1986, le Tax Reform Act aux Etats-Unis a entraîné une vague de restructuration où les entreprises multi divisionnaires ont filialisé leurs activités (Vise, Zey, 1999).

1.1.2. Une logique d'agence¹

Partant de la théorie de l'agence (au sens de Jensen et Meckling, 1976), plusieurs auteurs avancent que les marchés financiers et OPA jouent un **rôle disciplinaire** vis-à-vis de la stratégie des firmes. Ainsi, Charterjee et al. (2003) montrent que les tentatives ratées d'OPA peuvent amener les firmes cibles à se recentrer par désinvestissement sous certaines conditions d'indépendance de leur comité de direction. C'est dans ce cadre disciplinaire que la théorie de l'agence joue un rôle dans les désinvestissements : les marchés financiers vont agir comme un mécanisme de gouvernance externe (Denis et al., 1997) venant corriger les « excès » de croissance des dirigeants. Excès liés à une volonté des dirigeants de s'enraciner au sein de la firme, de justifier des rémunérations importantes ou de renforcer leur pouvoir managérial aux dépens des actionnaires (Hoskisson et Turk, 1990). Cette idée est à relativiser à deux niveaux : certaines stratégies de diversification s'avèrent être payantes et profitables et toutes les stratégies d'enracinement des dirigeants ne sont pas visibles sur les marchés financiers. Enfin, ces problèmes apparaissent principalement quand la firme connaît des difficultés financières (Denis et al., 1997).

1.1.3. Une logique stratégique

Plusieurs possibilités peuvent justifier ce type de désinvestissement. En réponse à la logique de diversification des années 60, les marchés ont assisté dans les années 70-80 à une vague de **décongloméralisation** (Porter, 1987). Ce recentrage suite à une diversification est d'autant plus simple que les sociétés n'ont qu'un lien financier et managérial (Duhaimé, Grant, 1984 ; Johns, Ofek, 1995 ; Daley et al., 1997). Dans le cadre de conglomérats, les raisons stratégiques sont liées à des stratégies de **recentrage**. Les conglomérats ont focalisé dans un premier temps les recherches car les années 80 ont été celles du recentrage. Le recentrage en tant que tel a été étudié (Batsch, 2003) et des facteurs explicatifs du recentrage de conglomérats ont été analysés. Pour Bergh (1997), l'importance des synergies financières, l'efficacité de la gouvernance (allocation des ressources et du capital), le management (hypothèse d'Hubris, construction d'empire) et le risque (réduction de la vulnérabilité des cycles) vont être des facteurs explicatifs de la décision de

¹ Remerciements aux deux évaluateurs pour leurs conseils quant au rajout d'une partie concernant la théorie de l'agence

désinvestir. Ainsi, Les entreprises vendent des unités pour être en cohérence avec le taux de concentration moyen de l'industrie (Markides, 1995) et pour augmenter le contrôle interne (Hoskinsson, Jonhson, 1992).

Le désinvestissement peut aussi s'inscrire dans une **logique de redéploiement**. La stratégie et/ou l'activité de l'entité cédée n'est plus en cohérence avec la stratégie de l'entreprise vendeuse Dans ce cas, le désinvestissement sert au financement d'acquisitions futures mais aussi à la restructuration d'actifs récemment acquis pour mettre en œuvre ce redéploiement (Capron et al. 2001). Cette logique de désinvestissement suite à un redéploiement est d'autant plus forte que les actifs acquis sont fortement similaires. Ainsi, les désinvestissements sont la conséquence de réorganisation d'entreprise suite à une acquisition. En effet, des actifs peuvent être redondants et la firme peut procéder à des désinvestissements pour obtenir des effets d'échelle (Anand et Singh, 1997, Bergh, 1997). Ici, le désinvestissement d'actifs peut être vu comme la conséquence logique d'un processus dans lequel une acquisition est un moyen de reconfigurer et/ou de restructurer les ressources au sein d'une entreprise (Capron et al., 2001 : 818). À l'extrême, cette logique peut aller jusqu'à l'abandon d'un cœur de métier : la vente d'un cœur de métier est plus rarement rencontrée dans les motivations de désinvestissement. Cependant, si le management considère que ladite activité a atteint un niveau de maturité ne laissant pas espérer de croissance future, il pourra être tenté de se désengager afin de réinvestir les flux de liquidité dégagés vers des activités plus profitables.

Ce désinvestissement peut aussi s'inscrire dans une **logique de focalisation**. Une augmentation de la spécialisation améliore la valorisation faite par les marchés boursiers (Bhagat et al. 1990 ; Lang, Stulz, 1994 ; Comment, Jarrell, 1995).

Il est possible que les facteurs soient liés au **secteur** : dans les secteurs en déclin, le désinvestissement d'actifs est un moyen d'améliorer l'efficacité de la firme en éliminant des capacités excédentaires (Dutz, 1989 ; Hoskinsson et al., 1994 ; Anand et Singh, 1997). Dans un autre domaine, les recherches ont montré que l'on observe un taux de désinvestissement significativement plus élevé dans les secteurs où le nombre de fusions-acquisitions ont été très concentrés (*cluster of mergers*). Les fusions-acquisitions sont liées à des facteurs sectoriels ; il est donc normal que les désinvestissements le soient aussi (Mitchel, Mulherin, 1996 ; Andrade et Stafford, 1999).

Enfin, cette approche peut aussi se concevoir dans une **logique entrepreneuriale**. Dans cette perspective, le désinvestissement peut être considéré comme une modification de la stratégie de l'entrepreneur (révision des objectifs par exemple). L'acquisition peut être, dans ce cadre, perçue comme une forme d'expérimentation (Mosakowski, 1997 ; Milbourn, Boot, Thakor, 1999 ; Matsusaka, 2001). Ici, les entrepreneurs créent la capacité stratégique de leur firme par la combinaison d'une variété d'activités. L'acquisition est considérée ici comme une opération réversible. Si elle ne s'insère pas dans le nouvel ensemble ainsi constitué, elle doit être désinvestie.

1.1.4. Une logique financière

Un désinvestissement peut être le signe d'une performance faible de l'entité désinvestie. Dans la logique des **synergies**, la création de valeur de l'ensemble formé par acquisition ou fusion doit être supérieur à la création de richesse des entités prises indépendamment (John, Ofek, 1995 ; Markides, Berg, 1992). La firme peut désinvestir car elle est déçue par l'exploitation des synergies potentielles, voire son acquisition passée est destructrice de valeur. Ces synergies négatives permettront alors au désinvestisseur d'améliorer sa performance en termes de marge ou de R.O.A., ce qui représente une motivation pour le désinvestissement (John, Ofek, 1995). Dans la même logique, les synergies peuvent être inversées, ce qui signifie qu'un offreur est prêt à acheter l'entité cédée pour une valeur supérieure à la valeur intrinsèque estimée par l'entreprise vendeuse (Sicherman, Pettway, 1987). La synergie inversée représente donc ce différentiel de valeur et donc une motivation pour le vendeur. Cet aspect renvoi à la liquidité du marché des désinvestissements (Schlingemann et al., 2002).

Le désinvestissement est aussi souvent une réponse à une **fragilité financière** de l'entreprise (Afshar et al., 1992 ; Ofek, 1993). On peut donc s'attendre à une dégradation des principaux ratios financiers de l'entreprise (la rentabilité diminue, les frais financiers augmentent...). Ce type de désinvestissement intervient parfois en situation de crise, la survie de l'entreprise pouvant être conditionnée à une vente d'actifs (pour récupérer de la trésorerie par exemple).

Un **endettement excessif** est aussi un indicateur de fragilité. Un désinvestissement sera aussi là pour réduire l'endettement de l'entreprise. L'opération est alors perçue par les investisseurs comme un élément positif qui va redonner confiance aux marchés financiers et augmenter le

cours de l'action. En effet, un désinvestissement représente une source de financement immédiate (Sicherman et Pettway, 1987) dont un des objectifs peut être la réduction de l'endettement (Lang et al., 1995). Ainsi, le désinvestissement peut être motivé par un **besoin en flux de liquidités** : Une vente a pour effet immédiat une entrée massive de liquidités dans l'entreprise. En général, quand cette raison est invoquée à court terme, il peut s'agir de protéger l'entreprise contre un risque de faillite, d'OPA ou pour financer une acquisition. Cette raison a été invoquée par plusieurs auteurs.

Enfin, de manière plus chirurgicale, le désinvestissement peut **intervenir dans le cas d'actifs indésirables ou non rentables** (Denning, 1988 ; Cho, Cohen ; 1997). Une entreprise désire vendre une division tout simplement car celle-ci n'est pas assez rentable (c'est-à-dire qu'elle n'atteint pas la rentabilité demandée à ses divisions). Il est à noter que cette dernière raison (performance faible de l'unité vendue) trouve cependant un écho contre-intuitif dans l'article de Clubb et Stouraitis (2002). En effet, ces auteurs montrent que le rendement anormal de la firme vendeuse est significativement positif quand le ROA de l'unité vendue est fort. Les entreprises auront donc tendance à garder leur entité faiblement performante jusqu'à ce que celles-ci atteignent un niveau de rentabilité permettant leur vente (Boot, 1992).

1.2. PERFORMANCE FINANCIERE DES DESINVESTISSEMENTS

Dans le domaine financier, l'impact d'un désinvestissement ou d'un recentrage sur la performance boursière est mesuré depuis les années 80. Les désinvestissements ont un impact significatif sur la richesse de l'actionnaire de l'entreprise vendeuse (Zaima, Hearth, 1985). Berger et Ofek (1999) ont étudié 107 entreprises américaines diversifiées ayant suivi une trajectoire de recentrage entre 1985 et 1993 et n'ayant pas été rachetées. Ils constatent que l'annonce d'une opération de recentrage a été saluée par une rentabilité exceptionnelle anormale de 7,3% (ils établissent aussi que les entreprises les plus actives dans le recentrage sont aussi celles dont la diversification a été la plus destructrice de valeur ou la plus dispersée). Desai et Jain (1999) ont trouvé que lors des scissions d'entreprises, celles qui mènent à un recentrage des activités du groupe obtiennent des rendements supérieurs à celles qui n'opèrent pas de recentrage.

L'analyse de la performance est, à l'instar des acquisitions, souvent réalisée à court terme. Dans le cadre des désinvestissements, les analyses de la performance de la firme à long terme sont plus

rares. Leurs résultats vont cependant dans le sens des analyses à court terme (Hanson, Song, 2003).

Cependant, différentes études parviennent à des résultats très contrastés sur la réaction des marchés financiers aux différents types de désinvestissements. Certaines études parviennent à des résultats très positifs alors que d'autres ont des résultats soit non significatifs soit négatifs (Haynes et al., 2002 : 1218). Plusieurs commentaires peuvent expliquer ces différences : les études ont été réalisées à des époques différentes, selon des méthodologies différentes, dans des contextes de taille, de secteur et de construction de typologie des désinvestissements différents.

Ainsi, on se rend compte que la plus grande variabilité est constatée pour les désinvestissements liés à des difficultés financières. Les désinvestissements stratégiques par rééquilibrage ou recentrage sont un moyen de financer le renforcement de l'entreprise dans ses activités ou son marché de base. Ces résultats sont toutefois à relativiser car certains désinvestissements s'inscrivent dans des plans de restructuration plus complets. Dans ce cadre, le désinvestissement est contributeur de l'amélioration de la performance de l'entreprise, mais il n'en est pas obligatoirement la seule cause.

1.3. PROPORTION DES DESINVESTISSEMENTS LIES A UNE ACQUISITION PASSEE

Statistiquement, les désinvestissements sont un fait depuis les années 60. De plus, à partir de la fin des années 70, les entreprises commencent à tourner le dos à la sur-diversification et les marchés financiers manifestent plus nettement leur défiance à l'égard des orientations conglomerales (Baker, Smith, 1998). Pour Rumelt (1974), la part des 500 entreprises du classement de Fortune ayant une activité unique a baissé de 22,8% à 14,8% entre 1959 et 1969. Pour Lichtenberg (1992), le nombre moyen de branches d'activités de quelques 6 500 entreprises a diminué de 14% entre 1985 et 1989. La proportion d'entreprises à branche unique passait de 16,5% à 25,4% sur la même période. Shleifer et Vishny (1991) ont étudié les prises de contrôle hostile entre 1984 et 1986 : 72% des actifs (en valeur) ont rejoint des acquéreurs à activités reliées, 15% ont été repris en LMBO, et seulement 4,5% ont été transférés à des acquéreurs non reliés. Davis et al. (1994) ont calculé que le niveau global des 500 entreprises du palmarès de Fortune a baissé d'un tiers entre 1980 et 1990, et ont évalué à 40% leur diminution de diversification non reliée. Hatfield, Liebeskind et Opler (1996) ont travaillé sur 3 602 entreprises

américaines issues des 2 500 plus grands employeurs, cotées ou non, entre 1981 et 1989. Le niveau de diversification médian reliée a augmenté de 16,8% en large partie grâce au recentrage des entreprises maintenues. La médiane du ratio de spécialisation s'est élevée de 10,6%, surtout en raison de la disparition des entreprises non spécialisées. Cette stratégie tournée vers une plus grande focalisation a été soulignée par Comment et Jarrell (1995) qui notent que la proportion des sociétés n'ayant qu'une seule branche est passée de 38,1% à 55,7%.

On peut constater qu'une partie des désinvestissements représente une liquidation d'une acquisition passée. Les plus grandes critiques sur les acquisitions ont été abordées sous l'angle des désinvestissements. Taylor (1988) les a comparé à des divorces institutionnels (en opposition aux métaphores des acquisitions comme le mariage, la lune de miel...). Montgomery et Wilson (1986) ont décrit les désinvestissements comme des « échecs d'acquisition » et ont constaté que 44,7% des 434 firmes étudiées entre 1967 et 1982 étaient toujours en possession de la firme acheteuse (16,8% avaient été tout ou partie désinvesties, 2,3% avaient été liquidées et 17,7% avaient été restructurée ou reconfigurées). Ravenscraft et Scherer (1987) ont montré que 33% des acquisitions réalisées dans les années 60 et 70 ont été par la suite désinvesties. Porter (1987), en utilisant un échantillon de 33 firmes sur une large période, a montré que 53% des acquisitions étaient désinvesties quand elles amenaient les firmes vers de nouveaux secteurs. L'auteur suggère aussi que les acquisitions permettant un transfert ou un partage de compétences de la firme acquise vers la firme acheteuse étaient génératrices d'avantage concurrentiel et avaient moins de chances d'être désinvesties. Kaplan et Weisbach (1992) ont analysé 271 acquisitions entre 1971 et 1982. Ils ont montré que 43,9% d'entre elles avaient été désinvesties en 1989 et que la durée de vie moyenne d'une acquisition était de 7 années. Ils ont montré que les désinvestissements suite à une diversification avaient quatre fois plus de chances d'être désinvestis. Enfin, Weston (1994) ont montré dans leur article que entre 35 et 45% des fusions acquisitions publiées étaient des désinvestissements d'entreprises.

Ces taux ne soulignent pas nécessairement que le désinvestissement lié à une acquisition fut une erreur stratégique ; comme le soulignent Kaplan et Weisbach (1992), les désinvestissements ne sont pas la preuve d'un échec. Les auteurs jugent que seul 34% à 50% des désinvestissements sont dus à des échecs de diversification. Par exemple, Sanders (2001) voit les acquisitions et les désinvestissements comme des voies alternatives pour

augmenter la valeur des stock-options. Pour Weston (1989), les désinvestissements ne sont pas automatiquement liés à une faible performance de la firme vendeuse : l'unité peut être vendue pour réaliser une plus value, les synergies existantes à l'origine de l'acquisition peuvent avoir disparues, etc.

2. METHODOLOGIE

2.1. OBJECTIF DE L'ETUDE ET DEMARCHE CHOISIE

L'objectif de la présente étude est de comprendre quel est l'impact des conditions d'acquisitions sur la probabilité de désinvestissement d'une acquisition réalisée en 1994. En effet, les recherches sur le désinvestissement portent sur trois grands champs de recherches : les réactions boursières suite aux désinvestissements, les typologies de désinvestissements, les causes du désinvestissement. Notre question centrale de recherche dans le présent article est : **les conditions d'acquisitions ont-elles un impact sur la probabilité future de désinvestissement ?** Cet aspect a été souvent traité sous l'angle de la théorie de l'agence (Denis et al. 1997). En effet, les désinvestissements étaient dus à des stratégies de recentrage suite à des constructions d'empire. Les dirigeants sont tentés de mener des politiques de diversification afin d'accroître leur pouvoir managérial, d'augmenter leur salaire ou de renforcer leur enracinement à ce poste et ce en dépit du faible intérêt pour l'actionnaire (Hoskinsson et Turk, 1990). Dans la présente recherche, le regard ne s'est pas porté sur des variables d'agence mais sur des variables structurellement liées aux conditions d'acquisition. L'originalité de cette recherche est que les variables employées sont en général qualifiées de variables de contrôle. Nous les avons ici opérationnalisées comme des variables explicatives.²

2.2. HYPOTHESES DE RECHERCHE

Trois hypothèses de recherche découlent de notre problématique :

H1 : Les acquisitions par échange d'action ont une probabilité supérieure d'être désinvesties par rapport aux acquisitions par paiement en « cash »

² Remerciement à l'évaluateur 464 pour ces conseils pour améliorer cette partie

Cette hypothèse découle directement de la littérature sur le mode de paiement des acquisitions. En effet, des différentes analyses se détachent une tendance commune : le mode de paiement par échange d'action est ce qui explique en partie la contre-performance des regroupements d'entreprises (André et al., 2000). Plusieurs raisons à cette idée : l'état de santé financier de la firme acheteuse a aussi un impact sur le choix du mode de paiement. Il est clair qu'une firme endettée, aux cash flow et à la disponibilité de liquidités faibles, aura tendance à favoriser le paiement par échange d'actions (Mayers, Walker, 1996). Au contraire, une firme possédant des disponibilités en excès ou une capacité d'endettement forte, aura tendance à payer la cible en espèces (Faccio, Masulis, 2005).

Cet aspect n'est cependant pas systématique, des recherches plus récentes font apparaître un impact plus faible ou non significatif des méthodes de paiement sur les rendements anormaux (Davidson et Cheng, 1997). Enfin, la plupart des études se concentrent sur la création de valeur. Mitchell et Pulvino (2002) constatent quant à eux qu'une fusion financée en cash augmente de 4,6% la probabilité d'échec de l'opération par rapport à d'autres types de financements.

H2 : La taille relative a un impact positif sur la probabilité de désinvestir

Notre idée centrale pour cette hypothèse est que la complexité du processus d'acquisition et d'intégration augmente avec la taille relative de l'entreprise achetée par rapport à l'entreprise acheteuse, ce qui augmente le risque d'échec de l'opération. En effet, au plus celle-ci sera importante, au plus l'entité à intégrer sera grande par rapport à l'acheteur et au plus le processus d'intégration sera complexe. Cette complexité se retrouve tant au niveau technique afin d'harmoniser les deux organisations et leur processus managériaux, que culturel (Buono et Bowditch, 1989). Des recherches sur la taille relative ont à ce titre montré que la performance boursière se dégradait à mesure que la taille relative augmentait Moeller et al. (2003 : 10)³.

H3 : La différence de métier a un impact positif sur le désinvestissement

La différence de métier a un double impact sur le risque de désinvestissement. D'une part, les acquisitions dans un secteur similaire à l'entreprise acheteuse ont un impact positif sur la création de valeur car les synergies potentielles au niveau technique, du pouvoir de marché et commercial sont plus importantes (Ramaswamy, 1997 ; Larsson et Finkelstein, 1999). Cette idée est

³ Remerciement à l'évaluateur 368 pour avoir pointé le manque de lisibilité de cette hypothèse dans la première version de l'article

cependant à relativiser car certaines recherches font apparaître une meilleure performance des acquisitions conglomerales (Healy et al., 1997) et d'autres part que ce n'est pas tant les synergies qui sont fondamentales à la création de valeur sinon leur caractère original et / ou leur exploitation (Shelton, 1988 ; Chatterjee, 1992).

D'autre part, les acquisitions dans un secteur similaire sont facilitées par une base de connaissances commune, ce qui n'est pas le cas dans des acquisitions non reliées. En d'autres termes, dans le cas d'une acquisition non reliée, les managers vont devoir apprendre de nouvelles technologies, de nouveaux marchés, de nouveaux clients, etc. (Lane, Lubatkin, 1998). Cette différence dans la base de connaissance augmente le risque des acquisitions non reliées et donc leur possible désinvestissement. De plus, comme cela a été présenté dans l'analyse de la littérature, les entreprises désinvestissent aussi pour des raisons de recentrage stratégique. Elles auront donc plus de chance de se séparer d'acquisitions non reliées que d'acquisition reliées.

H4 : Les acquisitions internationales n'ont pas un impact positif sur le désinvestissement

La firme s'étend à l'international par l'acquisition d'une autre entreprise du secteur. Elles sont depuis un bon nombre d'années fortement médiatisées et semblent être à l'origine d'une forte création de valeur. Par les complémentarités géographiques ou par l'extension des réseaux de distribution qu'elles génèrent, les acquisitions horizontales internationales voient la valeur des deux entreprises combinées augmenter de 7,5% par rapport à la valeur pré-acquisition (Eun et al., 1996 ; Seth et al., 2000). Cette idée est cependant à relativiser, pour Doukas et Travlos (1988), les actionnaires de multinationales ont un rendement anormal positif quand leur entreprise se porte acquéreur d'une cible dans un pays où elle n'est pas présente (les entreprises renforçant leur position dans un pays où elles sont déjà présentes ont un rendement anormal négatif). Le succès n'est donc pas automatique. De plus, l'expérience des managers joue un grand rôle dans ce type d'internationalisation. Doukas et Travlos montrent que la première internationalisation par acquisition n'a aucun impact sur la création de valeur. Cette idée sur le risque liée à l'internationalisation se retrouve chez Ingram et Baum (1997) qui soulignent la nécessité d'une forte expérience pour s'internationaliser et chez Leung (1997) qui montre que la performance de toute nouvelle internationalisation s'améliore avec le niveau d'internationalisation de la firme.

2.3. CHOIX DE L'ECHANTILLON

Nous avons étudié pour cela les acquisitions réalisées aux Etats-Unis en 1994 par des entreprises américaines et par des entreprises étrangères. Nous voulions analyser le possible désinvestissement sur une période de 10 ans (la majeure partie des études portent sur une période comprise entre 3 et 5 sauf l'étude de Porter (1987) qui s'étale sur 36 ans). Nous avons fait le choix d'étudier tous les secteurs confondus afin de bénéficier d'un large échantillon.

2.4. RECUEIL DES DONNEES

Le recueil des données s'est fait selon trois étapes :

- **Etape 1 : choix des opérations.** Il y a eu en 1994, 2 997 annonces de fusions acquisitions. Sur l'ensemble de ces opérations, nous avons mis en place plusieurs méthodes pour recenser des opérations réalisées aux Etats-Unis dont le prix de l'opération était supérieur à 1 millions de dollars. Nous avons pris comme base de départ la base Mergerstat® publiée chaque année par Merrill Lynch. Cette base a la particularité de recenser les opérations dont l'une des entreprises est américaine et dont les termes ont été publiés (prix d'acquisition, premium, P/E ratio, etc.). En 1994, 302 opérations ont été recensées par Mergerstat soit environ 10% des opérations réalisées en 1994.
- **Etape 2 : traitement de la base de données.** Dans une seconde étape, nous avons dû « nettoyer ». En effet, toutes les opérations ne sont pas exploitables pour deux raisons. D'une part, des opérations ont été purement et simplement annulées dans les années qui ont suivi. Elles sont donc hors de notre étude. D'autres parts, certaines opérations ne sont pas des acquisitions, des fusions ou des prises de contrôle mais des prises de participation minoritaires. Enfin, certaines opérations apparaissent deux fois dans la base. En tout, nous avons retiré 62 opérations sur les 302 opérations recensées. Notre échantillon final se compose donc de 240 opérations.
- **Etape 3 : qualification de la base de données.** La base de données de départ possédait les informations suivantes : date d'annonce, date de réalisation, nom de l'acheteur, nom de la cible, montant de l'acquisition, P/E ratio, premium, méthode de paiement. Dans 63% des cas, une ou plusieurs de ces informations étaient cependant manquantes. Afin de mener à bien notre étude nous avons complété les champs manquants et nous avons rajouté la taille relative

(mesuré par le ratio actif net acheté / actif net acheteur sauf pour les banques où nous avons pris le produit net bancaire), la différence de métier (variable binaire mesurée par la différence des code SIC des deux entreprises), le caractère international de l'opération (variable binaire). Afin de qualifier la base de données nous nous sommes servis des rapports d'activités en ligne du site Internet de la SEC (www.sec.gov/edgar) et du site d'information Factiva. Chaque information a été sauvegardée afin de pouvoir être justifiée.

2.5. TRAITEMENT STATISTIQUE EMPLOYE

Afin de valider nos hypothèses nous avons utilisé le modèle de régression logistique (traitement sous le logiciel SPSS). Ce type de modèle est fortement utilisé en médecine et connaît un vif succès dans les sciences de gestion. La régression logistique est une technique permettant d'ajuster une surface de régression à des données lorsque la variable dépendante est dichotomique (dans le cas présent l'entreprise achetée en 1994 est-elle désinvestie ou pas entre 1995 et 2005). Ce type de méthode n'exige pas que les variables prédictrices soient distribuées normalement, linéaires ou qu'elles possèdent une variance égale entre chaque groupe (Desjardins, 2005 : 35). Les variables indépendantes peuvent être des variables dichotomiques ou continues. L'équation utilisée prend la forme :

$$\ln\left(\frac{p}{1-p}\right) = A + \sum B_j X_{ij}$$

Cette équation correspond au Log naturel de la probabilité de faire partie d'un groupe divisée par la probabilité de ne pas faire partie du groupe (Desjardins, 2005 : 36). Cette technique possède cependant une limite : les échantillons doivent être de grande taille.

Dans la présente recherche, nous avons donc cherché à calculer le poids explicatif de quatre variables reliées à nos hypothèses de recherche :

- Le désinvestissement (DES : 0/1)
- La différence de métier (SIC : 0/1)
- La différence pays (PAYS : 0/1)
- La taille relative (TR : variable continue supérieure à 0)
- Le mode de paiement (MdP : Cash/Stock/Combo)

Pour chacun des blocs de variables, nous nous attarderons les critères suivants : la force de l'association du modèle, la signification des variables indépendantes et l'interprétation des rapports de cote. Nous procéderons préalablement au calcul d'une matrice de corrélation afin de vérifier que les variables ne sont pas corrélées entre elles.

3. ANALYSE DES RESULTATS

La matrice des corrélations donne les résultats suivants :

Tableau : Matrice des corrélations

	Des.	SIC	Pays	TR
DES.	1,000			
SIC	0,234**	1,000		
PAYS	0,175**	0,139*	1,000	
TR	0,056	0,014	-0,001	1,000

** La corrélation est significative au niveau 0.01 (bilatéral)

* La corrélation est significative au niveau 0.05 (bilatéral)

Nous n'avons pas pu calculer de matrice de corrélation pour le mode de paiement. Pour les autres variables nous pouvons remarquer qu'elles ne sont pas corrélées entre elle. Pour la taille relative, les variables ne sont pas corrélées mais les résultats ne sont pas significatifs. Cette idée se retrouve dans le test du niveau de significativité des variables où seule la taille relative n'est pas significative (0,385).

Au niveau de la vérification de la force d'association du modèle, les résultats sont les suivants :

Tableau : Récapitulatif du modèle

-2log- vraisemblance	R-deux de Cox & Snell	R-deux de Nagelkerke
222,664(a)	0,081	0,127

Nous pouvons voir à travers ce tableau que le R^2 de Nagelkerke est de 0,127, ce qui représente la variance expliquée par le modèle. En d'autres termes, dans le cas présent le modèle exprime 12,7% de la variance de la variable dépendante, ici le désinvestissement. Ce taux peut paraître faible, cependant, il peut s'expliquer d'une part par la taille de l'échantillon qui peut être faible pour ce type d'étude et d'autre part par le caractère relativement exploratoire de la présente étude.

Le tableau suivant nous permet de répondre aux hypothèses soulevées dans notre méthodologie et à la pertinence du modèle ainsi que de la question de recherche.

Tableau : Signification des prédicteurs et interprétation des rapports de cote

	B	E.S.	Wald	ddl	Signif.	Exp(B)
SIC	1,020	0,342	8,909	1	0,003	2,772
Pays	0,695	0,448	2,401	1	0,121	2,003
TR	0,232	0,313	0,548	1	0,459	1,261
Etape 1 ^a MdP			2,535	2	0,282	
MdP(1)	0,261	0,451	0,334	1	0,563	1,298
MdP(2)	-0,374	0,474	0,624	1	0,429	0,688
Constante	-1,902	0,438	18,895	1	0,000	0,149

^a Variable(s) entrées à l'étape 1 : SIC, Pays, TR, MdP.

Le tableau précédent nous permet d'observer les variables qui ont été incluses dans l'équation et d'examiner lesquelles ont été significatives (case Signif.). Lorsque c'est le cas (i.e. lorsque les coefficients de Wald sont significatifs, on procède à l'interprétation des rapports de cote (Exp(B) ou « odds ratio »). Ces rapports de côte correspondent au nombre de fois d'appartenance à un groupe lorsque la valeur de la variable indépendante augmente de 1 (i.e. dans le cas des variables binaires lorsqu'on passe d'un état à l'autre). Un rapport de côte supérieur à 1 indique une augmentation des chances de faire partie du groupe des entreprises désinvestie alors que un rapport inférieur à 1 indique une diminution des probabilités d'appartenance à ce groupe.

Ainsi dans le présent cas, nous pouvons voir que ni la taille relative (TR) ni le moyen de paiement ne sont significatifs (la significativité de la taille relative est à 0,459 et celle du moyen de paiement est à 0,282). *Les hypothèses H1 et H2 sont donc rejetées.* Si cela n'est guère surprenant à la lecture des résultats pour le moyen de paiement (variable qui doit être enrichie avec d'autres variables financières pour mesurer l'impact financier de l'opération). C'est plus surprenant pour la taille relative et ce résultat sera discuté en dernière partie.

De même, pour la variable « acquisition nationale/acquisition internationale » (Pays), la significativité du résultat à 0,121 est médiocre. Ce résultat est surprenant, en regardant de plus près notre base de données, nous pouvons voir que le nombre d'acquisitions internationales est faible car 46% des opérations recensées ont un caractère international. Cet aspect de la recherche

devra être approfondi ultérieurement. Ainsi, une entreprise se portant acquéreur d'une autre entreprise à l'international a 2,003 fois plus de chance dans les dix années suivantes de se séparer de son acquisition (le rapport de cote augmente de 2,003). Cependant ce résultat n'est pas statistiquement significatif. *Notre hypothèse H4 n'est donc pas vérifiée.*

Pour la variable « différence de métier » (SIC), par contre, le résultat est fortement significatif (10^{-2}). *Nous pouvons donc répondre à l'hypothèse H3.* Pour une entreprise réalisant une acquisition dans un secteur d'activité différent du sien nous observons 2,772 fois plus de chance de procéder dans à un désinvestissement de la même entreprise dans les 10 années suivantes. Le résultat dans la différence de métier est statistiquement significatif (0,003). *Notre hypothèse H3 est donc vérifiée⁴.*

En synthèse, nous pouvons affirmer que notre modèle explique 12,7% de la variance dans les désinvestissements. Ce modèle démontre que les entreprises réalisant des acquisitions dans des secteurs activités différents ont plus de chance de désinvestir leur acquisition que des entreprises réalisant des opérations de croissance externe dans des secteurs d'activité identique ($p < 0,01$, $\exp(B) = 2,772$). Ce résultat est confirmé par une grande partie de la littérature sur la performance dans les fusions acquisitions qui prend le code SIC comme une variable significativement explicative de la performance. Par contre, la présente étude ne permet pas, dans le cadre d'un désinvestissement, d'attribuer un pouvoir explicatif au caractère international d'une opération de croissance externe, ni au mode de paiement, ni à la taille relative.

4. IMPLICATIONS POUR LA RECHERCHE ET MANAGERIALES

4.1. IMPLICATIONS MANAGERIALES

La première implication managériale est reliée au poids de l'activité de l'entreprise dans le désinvestissement. L'idée de l'importance du secteur d'activité de la cible a été mise en valeur depuis Rumelt (1974).

Cependant, dans les études sur la création de valeur, l'impact de la différence d'activité est aujourd'hui encore discuté comme nous l'avons souligné dans nos hypothèses de recherche. Les réflexions sur l'activité de l'entreprise cible comparée à l'activité de l'entreprise acheteuse restent

⁴ Remerciements à l'évaluateur 368 pour nous avoir demandé de préciser nos résultats.

ouvertes. Soit par rapport à la logique industrielle du secteur (cf. ci-après les limites de la recherche), soit par rapport à la politique d'acquisition vue comme une stratégie de construction d'un avantage concurrentiel. Vermeulen et Barkema (2002) soulignent dans leur recherche que les acquisitions sont souvent réalisées afin de faire évoluer la base de connaissance de l'entreprise et donc de renforcer l'avantage concurrentiel de la firme sur son secteur. Toute acquisition éloignée de cette base de connaissances serait donc considérée comme difficilement exploitable (l'entreprise aurait à complètement apprendre d'un nouveau marché, d'une nouvelle technologie, etc.) et donc coûteux pour l'entreprise. Comme le soulignent Lane et Lubatkin (1998), les acquisitions les plus efficaces sont peu éloignées du périmètre d'activité de l'entreprise. On pourrait donc considérer qu'un désinvestissement est plus fréquent quand l'entreprise cible se situe dans un secteur éloigné tout simplement car les connaissances sont peu exploitables ou trop coûteuses à exploiter et à assimiler. Cette idée peut faire écho à la manière dont est choisie la firme cible. La cohérence n'est pas toujours au rendez-vous, certaines acquisitions sont réalisées pour flatter l'ego du dirigeant, pour construire un empire, pour se diversifier vers des secteurs porteurs mais en aucun cas pour renforcer la base de connaissance et l'avantage concurrentiel de l'entreprise acheteuse. On peut dès lors comprendre que c'est ce type d'entreprise qui est désinvestie en priorité.

Dans le même ordre d'idée, les entrepreneurs ont parfois l'impression que la diversification permet de bâtir une cohérence de groupe par rapport aux besoins du marché. L'engouement pour certaines technologies est à ce titre tout à fait parlant. Quand, en 1994, Hollywood Park (devenu en 2000 Pinnacle Entertainment) a acheté Turf Paradise, l'objectif était de créer un ensemble cohérent dans le secteur des loisirs (l'entreprise a été revendue en 2000). De même, l'acquisition par Daimler-Benz d'ElectroCom Automation en 1994 participait d'une logique de maîtrise des différentes technologies présentes dans les véhicules produits par l'entreprise allemande (l'entreprise a été revendue en 1997).

4.2. IMPLICATIONS POUR LA RECHERCHE

Plusieurs aspects sont sujets à réflexions dans la présente étude :

4.2.1. CRITIQUES THEORIQUE DE L'ETUDE

Chaque recherche quantitative pose la question de la taille de l'échantillon. Cette limite n'est que partielle. S'il est vrai que l'augmentation de l'échantillon améliore le degré de précision des résultats, la pratique en régression logistique propose de manière empirique de valider un modèle comportant x variable sur un échantillon comportant 10 fois plus d'individus que de variables.

Plus que la taille de l'échantillon, il faudrait parler de la qualité de celui-ci. Ici, les résultats peuvent être qualifiés de « bruts ». Ils sont tous secteurs confondus. Hors, la logique sectorielle n'est pas la même entre le secteur bancaire où les acquisitions se réalisent en réseau et sont souvent suivies de restructurations (qui ne sont pas, dans notre étude, comptabilisées comme des désinvestissements) et dans le secteur industriel où les désinvestissements sont réalisés en général à plus long terme et pour des raisons stratégiques différentes (endettement, évolution de la segmentation stratégique), etc. Dans le même ordre d'idée, il conviendrait de coder le cas particulier des groupes d'investissements (*private equity*) dont la finalité est de désinvestir en réalisant une plus value. Cependant, dans notre échantillon, nous n'avons qu'une entreprise de ce type (le fond de pension KKR), les autres investissements de ce type pouvant plus être qualifiés de Management Buy Out ou de L.B.O. par des investisseurs privés. Dans des recherches futures, il conviendra cependant d'affiner le codage par type d'activité. Berger et Ofek (1999) ou Schlingemann et al. (2002), par exemple, retirent de leur échantillon toute firme dont l'activité est immobilière ou financière pour des raisons d'homogénéité des mesures (la taille est mesurée dans le secteur bancaire par le Produit Net Bancaire) ou, comme il a été précédemment expliqué, pour des raisons de métiers (dans l'immobilier par exemple).

Enfin, nous avons pris comme critère d'élection des opérations toute acquisition dont le montant est supérieur à un millions de dollars. Schlingemann et al. (2002), choisissent d'exclure toutes les firmes acheteuse dont l'actif net est inférieur à cent millions de dollars. Ici aussi, c'est une voie d'amélioration de notre recherche.

4.2.2. CRITIQUES SUR LE CODAGE DES VARIABLES

Dans la construction de la problématique, nous avons avancé que les conditions d'acquisition de l'opération pouvaient contenir les sources d'un désinvestissement futur. Nous avons fait le choix, dans ce cadre de nous servir de certaines variables reliées aux conditions de l'acquisition. Nous

aurions pu opérationnaliser beaucoup plus de variable afin de tester notre modèle (degrés d'hostilité de l'opération, expérience préalable de l'acheteur, prime d'acquisition, etc.). La régression logistique nous autorisant 1 variable pour 10 items, nous aurions pu coder environ 24 variables. Principalement, il est fondamental de coder l'endettement de la firme vendeuse au moment du désinvestissement (mesuré par le ratio de couverture ou par le ratio Dette/Actif). Schlingemann et al. (2002) ont montré que le ratio Dette/Actif était statistiquement significatif chez les firmes qui désinvestissaient.

Nous aurions pu aussi traiter différemment certaines variables. Concernant le code SIC, nous aurions pu recoder les variables opérationnalisées. Le code SIC a par exemple était codé selon une variable binaire en utilisant la formule de Rumelt (1974) en prenant pour différence de métier toute différence supérieure à 100 (différence sur deux chiffres). Certaines études codent la différence de métier sur 4 chiffres (tout différence inférieure à 10) et sur plusieurs niveaux d'écart de code SIC (de 1 à 4 par exemple en fonction de la différence de métier). La différence de métier doit être aussi mis en perspective avec la motivation stratégique de l'acquisition : était-elle horizontale, verticale, concentrique, conglomérale ?⁵ Cet aspect mérite un codage supplémentaire afin d'affiner nos résultats.

De même, la taille relative pourrait être codée non pas comme une variable continue mais comme une échelle (très faible, faible, moyen, etc.). Plusieurs méthodes ont été utilisées pour calculer la différence de taille. Schlingemann et al. (2002) utilisent toute une série de caractéristiques pour mesurer la taille de l'entreprise afin d'en évaluer l'impact sur les stratégies de recentrage des firmes : Ventes totales, Valeur de marché des capitaux propres, investissement, cash flow et dividendes... Enfin, certains auteurs ont mis en perspective la taille relative de l'entreprise avec le degré de diversification de l'entreprise (Rajan et al., 2000). Cette idée est intéressante car elle peut souligner une opportunité de cession d'un segment de l'entreprise afin d'obtenir un flux de liquidité redéployable vers une activité où les opportunités d'investissement sont plus intéressantes.

⁵ Merci à l'évaluateur 464 pour cette remarque les différences de métier

REFERENCES

- Afshar, K.A., R.J. Taffler et P.S. Sudarsanam (1992), The effect of corporate divestments on shareholder wealth: The UK experience, *Journal of Banking & Finance*, 16: 1, 115-135
- Anand, J. et H. Singh (1997) Assets redeployment, acquisition and corporate strategies in declining industries, *Strategic Management Journal*, 18: Summer Special Issue, 99-118
- Andrade G. et E. Stafford (1999), *Investigating the Economic Role of Mergers*, Harvard Business School working paper
- André P., M. Kooli, et J.-F. L'Her (2004), The Long-run Performance of M&A: Evidence from the Canadian Stock Market, *Financial Management*, 33: 4, 27-43
- Baker G. et G. Smith (1998), *The New Financial Capitalists*, Cambridge University Press
- Batsch L. (2003), Le recentrage : une revue des approches financières, *Finance Contrôle Stratégie*, 6: 2, 43-65
- Berger P.G. et E. Ofek (1999), Causes and Effects of Corporate Refocusing Programs, *The Review of Financial Studies*, 12 : 2, 311-345
- Bergh D.D. (1997), Predicting Divestiture of Unrelated Acquisitions: An Integrative Model of Ex Ante Conditions, *Strategic Management Journal*, 18 : 9 , 715-732
- Bergh D.D. et G.F. Holbein (1997), Assessment And Redirection Of Longitudinal Analysis: Demonstration With A Study Of The Diversification And Divestiture Relationship, *Strategic Management Journal*, 18 : 7, 557-571
- Bergh, D.D. et M.W. Lawless, M. W. (1998), Portfolio restructuring and limits to hierarchical governance: The effects of environmental uncertainty and diversification strategy, *Organization Science*, 9 : 1, 87
- Bethel, J. E. et J. Liebeskind (1993), The Effects Of Ownership Structure On Corporate Restructuring, *Strategic Management Journal*, Special Issue, 14 : 4, 15-31
- Bhagat S., A. Shleifer et R.W. Vishny (1990), Hostile Takeovers in the 1980s: The Return to Corporate Specialization, *Brookings Papers on Economic Activity*, 1990 Special Issue Microeconomics, 1-72
- Boot, A. W.A. (1992), Why Hang on to Losers? Divestitures and Takeovers, *Journal of Finance*, 47 : 4, 1401-1423
- Buono, A. F. et Bowditch, J. L. (1989), *The human side of mergers and acquisitions : managing collisions between people, cultures, and organizations*, 1st ed, San Francisco, Jossey-Bass Publishers
- Capron L., W. Mitchell et A. Swaminathan (2001), Asset Divestiture Following Horizontal Acquisitions: A Dynamic View, *Strategic Management Journal*, 22 : 9, 817-844
- Chatterjee S. (1992), Sources Of Value In Takeovers: Synergy or Restructuring - Implications For Target And Bidder Firms, *Strategic Management Journal*, 13 : 4, 267-286
- Cho, M.-H. et M.A. Cohen, (1997), The Economic Causes and Consequences of Corporate Divestiture, *Managerial & Decision Economics*, 18 : 5, 367-374
- Clubb C. et A. Stouraitis (2002), The significance of sell-off profitability in explaining the market reaction to divestiture announcements, *Journal of Banking & Finance*, 26 : 4, 671-688
- Comment R. et A. Jarrell A. (1995), Corporate focus and stock returns, *Journal of Financial Economics*, 37, 67-87
- Daley L., V. Mehrotra et R. Sivakumar (1997), Corporate focus and value creation Evidence from spinoffs, *Journal of Financial Economics*, 45: 2, 257-281

- Davidson III, N.W. et L.T.W. Cheng (1997), Target Firm Returns: Does The Form Of Payment Affect Abnormal Returns?, *Journal of Business Finance & Accounting*, 24 : 3/4, 465-479
- Davis G.F., K.A. Diekman et C.H. Tinsley (1994), The Decline and Fall of the Conglomerate Firm in the 1980s: the deinstitutionalization of an organizational form, *American Sociological Review*, 59, 547-570.
- Denis D.J., D.K. Denis et A. Sarin (1997), Agency Problems, Equity Ownership, and Corporate Diversification, *The Journal of Finance*, 52: 1, 135-160
- Denning, K. C. (1988), Spin-offs and Sales of Assets: An Examination of Security Returns and Divestment Motivations, *Accounting & Business Research*, 19: 73, 32-42
- Desai H.J. et P.C. Jain (1999), Firm performance and focus: long-run stock market performance following spinoffs, *Journal of Financial Economics*, 54: 1, 75-101
- Desjardins J. (2005), L'analyse de régression logistique, *Tutorial in Quantitative Methods for Psychology*, 1 : 1, 35-41
- Doukas J. et N.G. Travlos (1988), The Effects of Corporate Multinationalism on Shareholders' Wealth: Evidence from International Acquisitions, *Journal of Finance*, 43: 5, p1161-1175
- Duhaime, I. M. et J. H. Grant (1984), Factors Influencing Divestment Decision-making: Evidence from a Field Study, *Strategic Management Journal*, 5: 4, 301-318
- Dutz M.A. (1989), Horizontal Mergers In Declining Industries, *International Journal of Industrial Organization*, 7 : 1, 11-33
- Eun C. S., R. Kolodny et C. Scheraga (1996), Cross-border acquisitions and shareholder wealth: Tests of the synergy and internalization hypotheses, *Journal of Banking & Finance*, 20 : 9, 1559-1582
- Faccio M. et R. W. Masulis (2005), The choice of payment method in European mergers and acquisitions, *Journal of Finance*, 60 :3, 1345-1388
- Fligstein N. (1990), *The Transformation of Corporate Control*, Boston, HBS Press
- Gaughan P.A. (2002), *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, 3rd Edition, John Wiley
- Hamilton T.H. et Y.K. Chow (1993), Why Managers Divest –Evidence from New Zealand's Largest Companies, *Strategic Management Journal*, 14, 479-484
- Hanson R.C. et M.H. Song (2003), Long-Term Performance of Divesting Firms and the Effect of Managerial Ownership, *Journal of Economics & Finance*, 27 : 3, 321-336
- Hatfield D. E., J.P. Liebeskind et T.C. Opler (1996), The Effects Of Corporate Restructuring On Aggregate Industry Specialization, *Strategic Management Journal*, 17 : 1, 55-72
- Haynes M., S. Thompson, et M. Wright (2002), The Impact of Divestment on Firm Performance: Empirical Evidence from a Panel of UK Companies, *Journal of Industrial Economics*, 50 : 2, 173-196
- Haynes, M. et S. Thompson (2000), The determinants of corporate divestment in the UK, *International Journal of Industrial Organization*, 18 : 8, 1201-1222
- Healy P.M., K.G. Palepu et R.S. Ruback (1997), Which Takeovers Are Profitable? Strategic or Financial?, *Sloan Management Review*, 38: 4, 45-57
- Hoskisson R., R.A. Johnson et D.D. Mosel (1994), Corporate Divestiture Intensity in Restructuring Firms: Effects of Governance, Strategy and Performance, *Academy of Management Journal*, 37: 5, 1207-1251
- Hoskisson, R. E. et T.A. Turk (1990), Corporate Restructuring: Governance and Control Limits of the Internal Capital Market, *Academy of Management Review*, 15: 3, 459-477

- Hoskisson, R.E. et R.A. Johnson, (1992), Corporate Restructuring and Strategic Change: The Effect on Diversification Strategy and R&D Intensity, *Strategic Management Journal*, 13: 8, 625-634
- Ingram P. et J.A.C. Baum (1997), Opportunity And Constraint: Organizations' Learning From The Operating And Competitive Experience Of Industries, *Strategic Management Journal*, 18: 6, 75-98
- Jensen M. C. (1986), Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economic Review*, 76 : 2, 323-330
- Jensen M. C. et W. H. Meckling (1976), Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360
- John K. et Ofek E. (1995), Asset sales and increase in focus, *Journal of Financial Economics*, 37: 1, 105-126
- Kaplan S. et M. Weisbach (1992), The Success of Acquisitions: Evidence from Divestitures, *Journal of Finance*, 47: 1, 107-138
- Kruse, T. A. (2000), Asset Liquidity and the Determinants of Asset Sales by Poorly Performing Firms, *Financial Management*, 31: 4, 107-129
- Lane, P. J. et M. Lubatkin (1998), Relative absorptive capacity and interorganizational learning, *Strategic Management Journal*, 19 : 5, 461-477
- Lang L., A. Poulsen et R. Stulz (1995), Asset sales, firm performance and the agency costs of managerial discretion, *Journal of Financial Economics*, 37, 3-37
- Lang, L. H.P. et R.M. Stulz (1994), Tobin's q, corporate diversification, and firm performance, *Journal of Political Economy*, 102 : 6, 1248-1280
- Larsson R., et S. Finkelstein (1999), Integrating Strategic, Organizational, and Human Resource Perspectives on Mergers and Acquisitions: A Case Survey of Synergy Realization, *Organization Science*, 10: 1, 1-26
- Leung, M. K. (1997) Foreign banks in the People's Republic of China, *Journal of Contemporary China*, 6, 365-76
- Lichtenberg F. R., 1992, Industrial de-diversification and its consequences for productivity, *Journal of Economic Behavior and Organization*, 18, 427-438
- Markides C. C. et N.A. Berg (1992), Good and Bad Divestment: The Stock Market Verdict, *Long Range Planning*, 25: 2, 10-15
- Markides, C. C. (1995), Diversification, Restructuring And Economic Performance, *Strategic Management Journal*, 16: 2, 101-118
- Matsusaka, J.G. (2001), Corporate Diversification, Value Maximization, and Organizational Capabilities, *Journal of Business*, 74: 3, 409-431
- Milbourn, T. T., A. W.A. Boot et A. Thakor (1999), Megamergers and expanded scope: Theories of bank size and activity diversity, *Journal of Banking & Finance*, 23: 2-4, 195-214
- Mitchell M. et E.S. Pulvino (2002), Limited Arbitrage in Equity Markets, *Journal of Finance*, 57 : 2, 551-583
- Mitchell W. (1994), Effects of Business Sales and Age on the Dissolution and Divestiture of Start up Firms and Diversifying Entrants, *Administrative Science Quarterly*, 39: 4, 575-602
- Mitchell, M. L. et J. H. Mulherin, (1996), The Impact of Industry Shocks on Takeover and Restructuring Activity, *Journal of Financial Economics*, 41, 193-229
- Moeller S., F. Schlingemann et R. Stultz (2003), Do Shareholders of Acquiring Firms Gain from Acquisitions?, *Research Technology Management*, 46: 6, 62-62

- Montgomery, C. A. et A. R. Thomas (1988), Divestment: Motives And Gains, *Strategic Management Journal*, 9: 1, 93-97
- Montgomery, C. A., A. R. Thomas et R. Kamath (1984), Divestiture, Market Valuation, and Strategy, *Academy of Management Journal*, 27 : 4, 830-840
- Montgomery, C. A. et V.A. Wilson (1986), Mergers that Last: a Predictable Pattern?, *Strategic Management Journal*, 7: 1, 91-96
- Mosakowsky E. (1997), Strategy Making Under Causal Ambiguity: Conceptual Issues and Empirical Evidence, *Organization Science*, 8: 4, 414-442
- Ofek E. (1993), Capital structure and firm response to poor performance, *Journal of Financial Economics*, 34: 1, 3-30
- Porter, M. E (1987), From competitive advantage to corporate strategy, *Harvard Business Review*, 65 : 3, 43-59
- Rajan, R., Servaes, H. et Zingales, L. (2000), The cost of diversity: The diversification discount and inefficient investment, *Journal of Finance*, 55: 1, 35-80
- Ramaswamy K. (1997), The performance impact of strategic similarity in horizontal mergers: Evidence from the U.S, *Academy of Management Journal*, 40: 3, 697-716
- Ravenscraft D. et F. Scherer (1987), *Mergers, Sell-offs, and Economic Efficiency*, Washington: The Brookings Institution
- Roll R. (1986), The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers, *Journal of Business*, 59: 2, 197-216
- Rumelt A. (1974), *Strategy, Structure and Economic Performance*, Harvard University Press
- Sagot-Duvauroux D. et N. Coutinet (2003), *Economie des Fusions et Acquisitions*, Paris, La Découverte, coll. Repères
- Servaes H. (1996), The Value of Diversification During the Conglomerate Merger Wave, *Journal of Finance*, 51: 4, 1201-1225
- Seth A., K.P. Song et R. Pettit (2000), Synergy, Managerialism or Hubris? An Empirical Examination of Motives for Foreign Acquisitions of U.S. Firms, *Journal of International Business Studies*, 31: 3, 387
- Shelton L.M. (1988), Strategic Business Fits And Corporate Acquisition: Empirical Evidence, *Strategic Management Journal*, 9: 3, 279-287,
- Shin H. et R.M. Stulz R.M. (1998), Are internal capital markets efficient?, *Quarterly Journal of Economics*, 113: 3, 531-552
- Shleifer R. et A. Vishny (1991), Takeovers in the '60s and the '80s, evidence and implications, *Strategic Management Journal*, 12 : 8, 51-59
- Sicherman, N. W. et R.H. Pettway (1987), Acquisition of Divested Assets and Shareholders' Wealth, *Journal of Finance*, 42: 5, 1261-1973
- Taylor M. (1988), *Divesting Business Units: Making the Decision and Making it Work*, MA: Lexington Books
- Weston F.J. (1989), Divestiture: Mistakes or Learning?, *Journal of Applied Corporate Finance*, 2, 68-76
- Weston F.J. (1994), Divestiture: Mistakes or Learning? In *Readings in Mergers and Acquisitions*, Gaughan PA (ed.), Oxford: Blackwell
- Wise D. et M. Zey (1999), The Convergence of Production and Financial Organizations: KKR's Integration of Corporate Control for Continued Profits in the 1990s, *Social Science Quarterly*, 80: 3, 487-503



- Zaheer, S. et E. Mosakowski (1997), The Dynamics Of The Liability Of Foreignness: A Global Study Of Survival In Financial Services, *Strategic Management Journal*, 18: 6, 439-463
- Zaima, J.K. et D. Heath (1985), The Wealth Effects Of Voluntary Selloffs: Implications For Divesting And Acquiring Firms, *Journal of Financial Research*, 8 : 3, 227-236
- Zey, M. et T. Swenson (2001), The Transformation And Survival Of Fortune 500 Industrial Corporations Through Mergers And Acquisitions, 1981-1995, *Sociological Quarterly*, 42 : 3, 461-486