



HAL
open science

**PROFILS FINANCIERS ET RÉACTION DES COURS
DES ENTREPRISES QUI DÉSINVESTISSENT /
FINANCIAL PROFILES AND STOCK PRICE
REACTION OF DIVESTING FIRMS**

Patrick Sentis

► **To cite this version:**

Patrick Sentis. PROFILS FINANCIERS ET RÉACTION DES COURS DES ENTREPRISES QUI DÉSINVESTISSENT / FINANCIAL PROFILES AND STOCK PRICE REACTION OF DIVESTING FIRMS. Modèles d'organisation et modèles comptables, May 1995, France. pp.cd-rom. hal-00818569

HAL Id: hal-00818569

<https://hal.science/hal-00818569>

Submitted on 22 Sep 2014

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

PROFILS FINANCIERS ET RÉACTION DES COURS DES ENTREPRISES QUI DÉSINVESTISSENT (*)

FINANCIAL PROFILES AND STOCK PRICE REACTION OF DIVESTING FIRMS

Patrick SENTIS

CESEM-GREFIM - UNIVERSITÉ MONTPELLIER I

Résumé

Cette recherche montre que l'annonce d'un désinvestissement véhicule des informations sur la firme dans son ensemble. Une étude des conditions financières de la firme autour de la date d'annonce du désinvestissement révèle l'existence d'une relation entre le type de désinvestissement et le profil financier de la firme. Par ailleurs, l'étude de la réaction du cours des actions montre une évolution différenciée à l'annonce de chaque type de désinvestissement. En général, nos résultats sont conformes à ceux des études américaines.

Abstract

This study demonstrates that a sell-off announcement provides information for the firm as a whole. An examination of firm financial condition around sell-off announcement date shows a relationship between type of divestiture and financial profiles of the firm. Further, we investigate the effect of sell-off announcement on stocks returns for different divestiture type. In general, our results confirm the american study findings.

(*) Nous tenons à remercier M. le Professeur Jacques TEULIÉ pour ses commentaires et ses conseils sur l'ensemble de cet article.

Introduction

Si l'on en croit la presse spécialisée financière, depuis l'année 1993, le marché des fusions et acquisitions est largement tiré par les opérations de cessions d'actifs.¹ En ce qui concerne les opérations de fusions-acquisitions trans-européennes, 197 "vendeurs" d'actifs sont recensés en France contre 163 "acheteurs".² L'importance relative des désinvestissements³ des entreprises s'est donc considérablement accrue ces dernières années comme l'indique, encore, le nombre des annonces de désinvestissement des grandes entreprises françaises cotées relevées sur le journal les Echos sur la période 1988-1992 : 61 en 1988, 63 en 1989, 69 en 1990, 80 en 1991, 99 en 1992.⁴

Au vue de ce constat, il existe assez peu de travaux académiques français proposant une lecture des raisons et des conséquences comptables et financières de ces désinvestissements. Outre-atlantique, le même phénomène qui s'est produit quelques années plutôt, a conduit à de nombreuses recherches alimentant, encore très récemment, des débats foisonnants (en témoigne le dernier numéro du *Journal of Financial Economics* (Janvier 1995) entièrement consacré à ce type d'opération).

Le propos de notre travail s'inscrit dans ce courant de recherche de nature *positive* et a pour objet d'identifier les caractéristiques comptables et financières des entreprises qui désinvestissent.

La pertinence d'une typologie des causes et raisons du désinvestissement établie *a priori*, est vérifiée en calculant quelques ratios financiers (à partir de données comptables) sur un échantillon de 138 désinvestissements de grandes entreprises françaises sur la période 1988-1991. Nous relevons ainsi des différences significatives et des évolutions contrastées de ces ratios en fonction de la nature du désinvestissement.

Nous vérifions, par ailleurs, sur un échantillon de 86 désinvestissements tiré de notre échantillon de base, une réaction différenciée du cours des actions à l'annonce de chaque type de désinvestissement. Nos conclusions sont conformes à celles des travaux anglo-saxons menés en la matière.

Cet article est organisé de la manière suivante. La première section propose une typologie des opérations de désinvestissement établie à partir d'une revue de la littérature. Le schéma expérimental sera défini au cours de cette même section. La seconde section décrit la constitution des échantillons et les méthodologies employées. La troisième et dernière section présente les résultats et conclusions auxquels on aboutit.

¹ Cf. *Option Finance* - n° 284, 29/11/93, pp. 22-26.

² *Magazine Fusions & Acquisitions* - mars 1994.

³ Tout au long de cette étude, le désinvestissement sera assimilé à la vente d'actifs productifs importants (unité de production), de filiales ou de divisions.

⁴ Ce relevé est donné à titre d'indication. Bien qu'il ait été mené de la manière la plus rigoureuse possible, il ne prétend pas à l'exhaustivité. Il concerne uniquement les désinvestissements présentant un caractère important (soit par la taille des actifs cédés, soit par le prix de la transaction ou soit même par son impact médiatique) des grandes entreprises françaises cotées sur les marchés au règlement mensuel et au comptant.

I. Les motifs du désinvestissement : typologie *a priori*

L'étude des déterminants du désinvestissement a fait l'objet de nombreux travaux théoriques et empiriques. Le propos de cette section est de présenter, de manière succincte, l'apport des principales études récentes en la matière, sur la base desquelles, nous proposerons une typologie des désinvestissements.

Nous émettrons, ensuite, quelques hypothèses concernant les caractéristiques comptables et financières des entreprises correspondant à chacune des catégories de désinvestissement.

I.1. Les études existantes

Dans un article de 1991, WESTON répertorie 14 déterminants du désinvestissement. Nous retiendrons, cependant, l'approche d'articles récents qui privilégient l'étude des déterminants les plus fréquemment rencontrés (DUHAIME et GRANT (1984) et HAMILTON et KONG CHOW (1993)), ou qui proposent une typologie des entreprises qui désinvestissent (MONTGOMERY, THOMAS et KAMATH (1984), CADIOU (1988), LANG, POULSEN et STULZ (1995)). Les déterminants et typologies que proposent ces études sont résumés dans le tableau 1 (page suivante).

Ces quelques études suffisent à montrer l'existence de constantes qui, d'une part, caractérisent la firme qui désinvestit et qui, d'autre part, représentent les déterminants de ses opérations de désinvestissement. Le partage entre ces deux approches (*caractéristiques de la firme et déterminants du désinvestissement*) est loin de paraître évidente dans la mesure où, en de nombreuses circonstances, les déterminants représentent aussi les caractéristiques des firmes permettant de déterminer les typologies de désinvestissement. Afin de clarifier une démarche investigatrice, nous proposons ci-après une nouvelle typologie *a priori* résultant de la conjugaison de ces types d'approche. Cette typologie permet d'identifier quatre causes du désinvestissement ⁵ :

- les entreprises désinvestissent parce qu'elles éprouvent des difficultés financières générales. Ces difficultés ont souvent, pour origine un endettement important et une rentabilité faible qui se traduisent la plupart du temps par un problème de liquidité ;
- les entreprises désinvestissent pour corriger les erreurs d'une diversification à outrance. Selon WESTON (1991), c'est un aspect primordial du désinvestissement. Il s'agit d'entreprises qui se sont engagées dans une diversification et une croissance incontrôlées (problèmes de synergies négati-

⁵ Nous ignorons le cas du désinvestissement forcé par la réglementation. Pour ce type de désinvestissement, voir par exemple KUMMER (1978).

Auteurs	Déterminants ou typologie	Explications et commentaires
<p>DUHAIME et GRANT (1984) Enquête sous forme de questionnaires auprès de 40 grandes firmes américaines ayant pratiqué au moins un désinvestissement sur la période 1975-1980.</p>	<ul style="list-style-type: none"> - santé financière de la firme faible, - santé financière de l'unité faible, - forte indépendance entre l'unité désinvestie et le reste de la firme. 	<ul style="list-style-type: none"> - santé financière mesurée notamment par le rendement des capitaux propres, le ratio d'endettement et le taux de distribution. - santé financière de l'unité mesurée notamment par le taux de croissance du CA et du bénéfice de l'unité par rapport au reste de la firme. - indépendance de l'unité mesurée par le partage de technologie, d'équipements, d'achats et de ventes et par le degré d'intégration verticale avec le reste de la firme.
<p>HAMILTON et KONG CHOW (1993) A partir d'une enquête auprès de 36 grandes entreprises cotées de la Nouvelle-Zélande ayant pratiqué au moins un désinvestissement important sur la période 1985-1990.</p>	<ul style="list-style-type: none"> - supprimer une unité non-rentable ou indésirable. - se concentrer sur les principales activités (se recentrer), - pour des besoins de liquidités, - obtenir un bon prix de l'unité offerte, - allouer des ressources dans les unités aux opportunités de croissance meilleures, - en réponse à l'environnement concurrentiel, - pour financer d'autres investissements. 	<p>Ne sont présentés, ici, que les sept premières raisons du désinvestissement invoquées par les dirigeants interrogés.</p>
<p>MONTGOMERY, THOMAS et KAMATH (1984) Typologie des désinvestissements <i>a priori</i> à partir de 485 annonces répertoriées dans le Wall Street Journal sur la période 1976-1979.</p>	<ul style="list-style-type: none"> - désinvestissements stratégiques, - vente d'unité indésirable, - besoin de liquidité, - désinvestissement forcé. 	<ul style="list-style-type: none"> - comprend les désinvestissements pour sortir d'un secteur, se concentrer sur les métiers principaux ou pour réaménager l'organisation de la production de certaines firmes. - désinvestissements non liés à une motivation stratégique spécifique, n'affecte pas l'intégrité de la firme dans son ensemble. - désinvestissements en réponse à de sérieux problèmes de liquidités, firmes proches de la faillite ou en période de perte, moyen de rembourser les dettes, - désinvestissements forcés par la réglementation.
<p>CADIOU (1988) Typologie construite à partir d'une enquête auprès de 1800 grandes sociétés françaises sur la période 1980-1987.</p>	<ul style="list-style-type: none"> - le redressement, - l'assainissement, - le rééquilibrage du portefeuille, - le redéploiement. 	<ul style="list-style-type: none"> - firmes désinvestisseuses en difficulté (accumulation de pertes, secteur en déclin, chute du cours...), - abandon d'unité, de secteurs, ou de filiales non rentables, - existence d'un besoin de liquidités pour investir, impossibilité d'atteindre la masse critique, - opérations de redéfinition des axes de développement à long terme.
<p>LANG, POULSEN ET STULZ (1995) Typologie construite a priori à partir des annonces de désinvestissements figurant dans les journaux sur la période 1984-1989.</p>	<ul style="list-style-type: none"> - recentrage sur les activités de base, - vente d'unité non rentable ou en faible croissance, - financement d'acquisitions ou d'expansion. 	

Tableau 1 : déterminants et typologies des opérations de désinvestissement selon la littérature récente

Auteurs	Difficultés financières (endettement)	Recentrage (correction des erreurs)	Actifs indésirables	Expansion-acquisition
DUHAIME et GRANT (1984)	- santé financière de la firme	- indépendance entre unité et reste de la firme	- santé financière de l'unité	
HAMILTON et KONG CHOW (1993)	- besoin de liquidité	- se concentrer sur les principales activités. - en réponse à l'environnement concurrentiel	- supprimer une unité non rentable ou indésirable	- allouer les ressources à d'autres unités. - financer d'autres investissements
MONTGOMERY et al. (1984)	- besoin de liquidité	- désinvestissement stratégique	- vente d'unité indésirable	
CADIOL (1988)	- redressement	- rééquilibrage du portefeuille	- assainissement	- redéploiement
LANG, POULSEN et STULZ (1995)		- recentrage sur les activités de base	- vente d'unité non rentable ou à faible croissance	- financement d'acquisitions et expansion

Tableau 2 : proposition d'une typologie *a priori*.

ves). Le désinvestissement est alors motivé par des raisons de recentrage (de dédiversification et déconcentration) ;

- les entreprises désinvestissent une filiale ou une unité pour des raisons d'ordre financier relatives à cet actif même. Cette cession est justifiée par le fait que la filiale n'est pas essentielle au développement de l'entreprise, elle n'est pas rentable ou elle consomme trop de capital. La firme sera cependant à l'affut du moment opportun où la vente sera susceptible de créer une plus-value. Ces aspects financiers se rapportent uniquement à la filiale et n'impliquent pas, de manière déterminante, l'ensemble de la firme ;
- les entreprises désinvestissent pour réinvestir ou pour financer un investissement récent. Il s'agit d'un arbitrage du portefeuille d'actifs de l'entreprise. Celle-ci est engagée soit dans un processus de croissance-expansion (croissance interne), soit dans un processus de croissance-acquisitions (croissance externe). L'environnement financier, au travers du marché des acquisitions, joue un rôle déterminant pour le désinvestissement de ce type d'entreprise.

Comme le présente le tableau 2 (ci-dessus), ces quatre raisons du désinvestissement sont fédératrices des déterminants et typologies exposés dans le tableau 1.

Cette typologie ainsi proposée va nous permettre de classer les entreprises qui désinvestissent en fonction des raisons qu'elles invoquent pour le désinvestissement.

On peut donc logiquement penser que les entreprises appartenant à une même catégorie de la typologie présenteront des similitudes dans leurs caractéristiques comptables et financières. De manière similaire, on peut s'attendre à ce que le marché financier réagisse différemment à l'annonce du désinvestissement suivant l'appartenance de l'entreprise à telle ou telle classe de la typologie.

I.2. Hypothèses sur les profils comptables et financiers des entreprises qui désinvestissent

Les hypothèses sont émises en fonction de la catégorie du désinvestissement.

Désinvestissement pour difficultés financières (D-F)

On peut s'attendre pour ce type d'entreprise à une dégradation générale des principaux ratios financiers de santé financière juste avant l'opération de désinvestissement. Elles devraient donc connaître une diminution générale de la rentabilité, une hausse de leur endettement et des frais financiers. Comparativement aux autres entreprises, les indicateurs financiers doivent être plus mauvais l'année qui précède le désinvestissement.

En ce qui concerne la réaction du marché financier, deux hypothèses peuvent être formulées. Soit le désinvestissement est assimilé, par le marché, comme une vente précipitée et donc négociée à l'avantage de l'acheteur (HEARTH et ZAIMA (1984)), soit le désinvestissement est perçu comme un moyen d'éviter la faillite de l'entreprise et d'améliorer la situation existante (AFSHAR et al. (1992)). Dans la première situation, le marché réagira négativement tandis que dans la seconde il réagira positivement.

Désinvestissement pour le recentrage (D-R)

Ces entreprises devraient également connaître des problèmes de rentabilité avant l'opération de désinvestissement. On peut également s'attendre à ce que le désinvestissement soit accompagné d'une réduction d'endettement. En effet, la base d'actifs se trouvant réduite (dédiversification), le risque de la dette augmente. Une diminution de celle-ci contribue à retrouver le niveau initial du risque de la dette.⁶ En revanche, il ne devrait pas y avoir de modifications fondamentales concernant les autres indicateurs de santé financière.

Le marché devrait réagir positivement à l'annonce d'un tel type de désinvestissement. En effet, le recentrage consiste à éliminer les actifs qui n'appartiennent pas au métier de base de l'entreprise et qui n'entretiennent aucune synergie avec les activités existantes (LJNN et ROZEFF (1989), JOHN et OFEK (1995)). En conséquence, il ne peut en résulter qu'une amélioration de l'efficacité de l'entreprise.

⁶ COMMENT et JARRELL (1995) montrent que les entreprises ayant pratiqué une stratégie de concentration ont un niveau d'endettement moindre que les entreprises fortement diversifiées.

La vente d'actifs indésirables (A-I)

Ce type de désinvestissement devrait intervenir de manière sporadique et ne devrait pas engager l'avenir à long terme de la firme. La vente de l'unité indésirable n'est pas une priorité et interviendra lorsque des conditions favorables seront réunies. Elle n'est pas commandée par des caractéristiques générales de l'entreprise mais par des caractéristiques propres à l'unité elle-même. C'est pourquoi, on ne s'attend à trouver aucune évolution marquante des ratios de santé financière pour les entreprises autour de l'année d'annonce de ce type de désinvestissement.

La réaction du marché financier peut être soit positive, soit nulle. Elle peut être positive puisque le désinvestissement ne s'impose pas véritablement à la firme. Auquel cas, lorsqu'il se produira, il sera perçu comme une opération à valeur actuelle nette positive. Puisque ce type de désinvestissement n'engage pas non plus l'avenir à long terme de l'entreprise, on peut s'attendre également à ce que le marché soit indifférent à cette opération.

Le désinvestissement, moyen de financement des acquisitions et de l'expansion (E-A)

Il apparaît évident que ces entreprises doivent connaître une période de forte croissance qui leur impose de faire un choix entre les activités qu'elles souhaitent développer. Ce processus de croissance peut se solder par un problème de liquidité si l'entreprise ne désinvestit pas. Par ailleurs, puisqu'il s'agit d'entreprises actives sur le marché des fusions-acquisitions, on devrait vérifier une évolution favorable des dividendes afin de contenter les actionnaires existants et rendre les rachats plus attractifs pour les vendeurs potentiels de leur part.

On s'attend à une réaction du marché financier positive à l'annonce d'un tel désinvestissement à condition qu'il perçoive favorablement le processus de réinvestissement. En effet, le risque, pour les actionnaires existants, est de voir gaspiller les sommes retirées du désinvestissement dans des projets d'investissement non rentables (gaspillage du *free cash flow* (JENSEN, 1986)).

II. Description des échantillons et des méthodologies utilisés

Nous présenterons, dans un premier temps, le processus de sélection des désinvestissements qui constitueront notre échantillon de base. Dans un second temps, les ratios financiers et les méthodologies mis en œuvre dans cette étude seront décrits.

II.1. Constitution et description des échantillons

L'identification des entreprises qui ont désinvesti a été menée sur la période allant de janvier 1988 à décembre 1992 par relevé des annonces diffusées dans le journal les Echos. Le choix de cette source d'information s'est fait pour des raisons de disponibilité.

sur la période étudiée et de large diffusion auprès des intervenants financiers.⁷ Ce premier recensement concerne uniquement les entreprises françaises cotées sur le règlement mensuel ou le comptant qui ont désinvesti au moins une fois sur la période étudiée. 220 annonces de désinvestissement ont ainsi été relevées pour lesquelles figurent les raisons du désinvestissement.

Les données comptables ont été puisées dans les fiches entreprises DAFSA. La faible disponibilité des données comptables pour l'année 1992 et suivantes, ainsi que l'élimination des institutions financières et quasi-financières ont réduit notre échantillon à 138 désinvestissements, soient 91 entreprises pour lesquelles nous possédions à la fois les données comptables et les causes du désinvestissement.

Ont été classées dans les entreprises qui désinvestissent pour des raisons de *difficultés financières* celles dont l'annonce spécifiait que le désinvestissement servirait au désendettement de l'entreprise ou au redressement de sa santé financière.

L'annonce du désinvestissement par Concept (les Echos du 12/10/90) de 80 % de sa filiale SCBF précise que cette vente permettra au groupe de se désendetter à hauteur de 600 millions de francs. De même, le programme de cessions annoncé par Hachette le 21/06/91 doit permettre de "*faire face à la baisse de rentabilité et aux frais financiers du groupe*".

Les entreprises appartenant au groupe du *désinvestissement recentrage* sont celles qui ont annoncé qu'elles désinvestissaient pour se recentrer, pour se concentrer sur des activités existantes.

L'annonce du désinvestissement de Sical et Cartonneries d'Auvergne par Charfa le 29/06/88 précise que cette entreprise "*choisit de se recentrer sur le secteur des sacs en papier et de céder ses activités de carton ondulé*". L'annonce du désinvestissement de l'activité chimie par Gerland le 29/06/89 signale que le groupe se recentre sur les revêtements de sol et de route.

Les désinvestissements appartenant au groupe *actifs indésirables* sont ceux dont l'annonce précisait des difficultés financières sur l'unité elle-même ou la plus-value rapportée par le désinvestissement ou tout autre renseignement nous permettant de conclure que le désinvestissement a été réalisé pour des raisons financières inhérentes à l'unité elle-même.

Par exemple, le désinvestissement par LVMH (le 07/01/91) de Calvados Père Magloire s'est fait pour des raisons de difficultés d'approvisionnement de cette entreprise. La SCOA annonce (le 05/06/91) la vente de sa filiale Focus qui "*ne cesse de perdre de l'argent depuis son acquisition en 1986*".

⁷ Selon une enquête IPSOS MEDIAS réalisée d'avril à juin 1993, le journal les Echos arrive en tête de l'audience des décideurs des entreprises de plus de 500 salariés (hors secteur finance/assurance) et des décideurs de la communauté boursière et financière.

Enfin, appartiennent au groupe *expansion-acquisition*, les entreprises dont l'annonce précisait que le produit du désinvestissement viendrait financer une acquisition récente ou à venir ou permettait de financer l'expansion de l'entreprise.

Promodès annonce (le 01/08/88) que les fonds dégagés par le désinvestissement "restieront aux Etats-Unis pour une autre acquisition ou pour développer deux autres chaînes de magasins". Source Perrier (le 24/06/88) annonce la cession de Valmont ainsi que d'autres actifs "afin de financer son expansion aux Etats-Unis".

Le tableau 3 montre que notre échantillon est essentiellement constitué d'entreprises de grande taille. Le critère de taille utilisé est le chiffre d'affaires un an avant l'opération de désinvestissement.

Chiffres d'affaires en milliards de F.	Nombre d'entreprises
> 50	21
> 10 & < 50	53
> 1 & < 10	49
< 1	15

Tableau 3 : classement de l'échantillon selon le chiffre d'affaires

Le tableau 4 représente la répartition annuelle et par type de désinvestissement de notre échantillon. L'hypothèse d'indépendance entre catégorie de cession et année de survenance de la cession est acceptée (bien que l'on constate une proportion importante des cessions pour difficultés financières au cours de l'année 1991). Aucune année, ni aucune classe de désinvestissements ne domine les autres assurant une répartition annuelle et intra-classe acceptable pour l'examen empirique.

Classe de cessions	Période d'observation				Total
	1988	1989	1990	1991	
Diff. financières	5	5	7	18	35
Désin. recentrage	11	15	7	6	39
Actifs indésirables	7	9	7	8	31
Expansion-acquisition	9	10	8	6	33
Total	32	39	29	38	138

Test de χ^2 d'indépendance : $\chi^2 = 16,59$ (non significatif), hypothèse d'indépendance acceptée.

Tableau 4 : répartition annuelle et intra-classes des désinvestissements de l'échantillon

Une analyse de type sectoriel permet d'affiner les caractéristiques de notre échantillon.⁸

⁸ La classification par secteur d'activité a été réalisée à partir des 4 chiffres de la nomenclature INSEE. Les holdings industriels ont été reclassés en fonction de leur activité principale lorsqu'ils en présentaient une.

Classes de cessions	Indicateurs sectoriels*												Ho
	B	C	D	E	G	H	I	J	K	L	M		
Diff. financières	4	1	2	9	1	6	2	8	0	1	0	1	35
Désin. recentrage	4	2	10	2	3	6	1	5	0	5	0	1	39
Actifs indésirables	0	6	2	6	0	3	0	9	2	2	0	1	31
Expansion-acquisition	8	2	9	0	1	2	1	3	1	3	1	2	33
	16	11	23	17	5	17	4	25	3	11	1	5	138

Test de χ^2 d'indépendance : $\chi^2 = 57,86$ (significatif au seuil de 1%), hypothèse d'indépendance rejetée.

* Signification des indicateurs sectoriels (d'après nomenclature INSEE) :

B : industries agricoles et alimentaires ;

C : énergie (production combustibles, pétrole, gaz naturel, électricité, gaz et eau) ;

D : industrie des biens intermédiaires (métaux, premières transformation de l'acier, matériaux construction, industrie du verre, chimie de base, fonderie, papier, carton, industrie caoutchouc et matières plastiques) ;

E : industrie des biens d'équipements professionnels (constructions mécaniques, électriques et électroniques professionnelles, navales, aéronautiques, armements) ;

G : matériel de transport terrestre ;

H : industrie des biens de consommation courante (pharmacie, textile, cuir, meubles, presse, divers) ;

I : bâtiment, génie civil et agricole ;

J : commerce (de gros et de détail, alimentaire et non alimentaire) ;

K : transports et télécommunications ;

L : services marchands (rendus aux entreprises et aux particuliers, réparation auto, hôtels, cafés, restaurants) ;

M : location et crédit bail immobiliers ;

Ho : holdings industriels.

Tableau 5 : caractéristiques sectorielles de l'échantillon

Comme le montre le tableau 5, il existe une certaine dépendance entre le type de désinvestissement et l'appartenance sectorielle des firmes (hypothèse d'indépendance rejetée au seuil de 1%).

Les entreprises qui désinvestissent pour pallier des difficultés financières (première classe de désinvestissement dans le tableau) sont principalement issues des secteurs des biens d'équipements professionnels (secteur E), du commerce (secteur J) et des biens de consommation courante (secteur H). Dans le secteur des biens d'équipement professionnels la plupart des entreprises ont désinvesti pour des raisons de difficultés financières (endettement important).

Les désinvestissements de type stratégique (recentrage...) ont été principalement réalisés par des entreprises appartenant au secteur des biens intermédiaires (secteur D). Il en est de même pour les désinvestissements de la catégorie *expansion-acquisition*. La majorité des entreprises du secteur agricole et alimentaire (secteur B) appartiennent à cette dernière catégorie et ont donc désinvesti en vue d'assurer un certain mode de croissance.

Enfin, les entreprises ayant désinvesti des unités indésirables appartiennent en grande partie au secteur du commerce (secteur J).

Il convient de rester prudent sur l'ensemble de ces observations compte tenu de la taille relativement réduite de l'échantillon.

II.2. Les méthodologies d'analyse

Nous présenterons, en premier lieu, la méthodologie nous permettant de caractériser chaque type de désinvestissement en fonction de l'étude de quelques mesures financières des entreprises correspondantes. En second lieu, la méthodologie dite des études d'évènement sera exposée afin d'étudier la réaction du cours des actions à l'impact de chaque type de désinvestissement.

Définition des mesures comptables utilisées et des tests pratiques

Plutôt que de multiplier les mesures (souvent redondantes) de la situation financière des entreprises, nous avons choisi quelques ratios significatifs des niveaux d'activité, de rentabilité, d'endettement et de liquidité de l'entreprise.⁹

Les mesures du niveau d'activité :

- chiffre d'affaires sur total actif net (CA/TAN) ;
- total actif brut (TAB) ;
- excédent brut d'exploitation sur chiffre d'affaires (EBE/CA).

L'excédent brut d'exploitation a été estimé en éliminant du résultat d'exploitation les incidences des dotations et reprises sur amortissement et provisions.

Les mesures de la rentabilité :

- excédent brut d'exploitation sur total actif brut (EBE/TAB) ;
- résultat d'exploitation sur total actif net (RE/TAN) ;
- résultat net sur capitaux propres (RN/CP) ;

Les capitaux propres sont mesurés par leur valeur comptable.

Les mesures de l'endettement :

- dettes financières sur dettes financières plus capitaux propres (DF/(DF+CP)) ;
- dettes financières corrigées sur ressources stables (DFC/RS).

Les dettes financières corrigées sont les dettes financières au bilan retraitées d'un éventuel crédit-bail. Les ressources stables sont représentées par les dettes financières corrigées plus les capitaux propres et les amortissements et provisions du bilan.

Les mesures de la liquidité

- disponibilités et assimilés sur actif circulant (Disp/AC) ;
- disponibilités sur dettes d'exploitation (Disp/DE).

Sont assimilées aux disponibilités les valeurs mobilières de placement.

Autres mesures

- dividende par actions (DPA) ;
- intérêts et assimilés sur excédent brut d'exploitation (IF/EBE).

⁹ Le choix de ratios pertinents, parmi l'éventail très large suggéré par la littérature, n'est pas une tâche aisée en l'absence de fondement théorique permettant d'opérer cette sélection. Notre choix a donc porté sur les ratios d'activité, de rentabilité, d'endettement et de liquidité qu'il nous était possible de calculer compte tenu des données comptables dont nous disposions.

Possédant l'ensemble de ces données sur quatre ans, l'année du désinvestissement, deux ans avant et un an après, les relations testées seront les suivantes :

- le changement de la valeur des ratios d'une période à l'autre (de -2 à -1, -1 à 0 et 0 à 1) pour l'échantillon total et pour chaque sous-échantillon ; la significativité de ces évolutions sera testée par deux tests non paramétriques : un test de signe et un test de Wilcoxon signé,¹⁰
- la différence de moyenne de ces ratios entre les catégories d'appartenance des entreprises ayant désinvesti ; la significativité de cette différence sera testée par une analyse de variance et un test non paramétrique de Kruskal-Wallis.¹¹

La méthodologie de l'étude d'évènement

Afin d'examiner l'impact du désinvestissement sur le cours des actions des entreprises correspondantes, nous avons choisi d'utiliser le modèle de marché qui a apporté d'excellents résultats pour la majorité des études empiriques sur le désinvestissement.

La période d'observation est de 20 jours de bourse répartis autour de la date d'annonce de l'opération.

La méthodologie du modèle de marché prédit que le rendement d'un titre i s'exprime :

$$R_{i,t} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t}$$

où $R_{m,t}$ représente le rendement du marché, $\hat{\alpha}_i$ et $\hat{\beta}_i$ sont les estimateurs des coefficients de régression de la droite des moindres carrés ordinaires (MCO). Ces paramètres sont calculés sur la période d'estimation qui s'étale sur 121 jours (de -148 à -28) avant la période d'observation. La rentabilité anormale du titre i pour une date t se calcule, ensuite, de la manière suivante :

$$RA_{i,t} = \varepsilon_{i,t} = R_{i,t} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{m,t})$$

Le rendement du portefeuille de marché est estimé à partir de l'indice SBF général de la bande AFFL.

Afin de tenir compte de l'asynchronisme des données et en supposant qu'il ne dépasse pas deux jours, nous avons utilisé la méthodologie de DIMSON (1979) recommandée par HAMON et JACQUILLAT (1992).

$$\hat{\beta}_i^D = \sum_k \hat{\beta}_i^k$$

avec $\hat{\beta}_i^k$ le coefficient bêta estimé en MCO entre les rentabilités du titre i et celles de l'indice en $t+k$.

Le coefficient $\hat{\alpha}_i$ est alors évalué en utilisant la relation suivante :

$$\hat{\alpha}_i = R_i - \hat{\beta}_i^D R_{m,t}$$

Les rendements anormaux obtenus pour chaque titre de l'échantillon sont ensuite sommés pour calculer la moyenne des rendements anormaux (RAM) à la date t :

¹⁰ Pour une définition de ces tests, on pourra se reporter, par exemple, à NEVBOLD (1991).

$$RAM_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N RA_{i,t}$$

où N est la taille de l'échantillon.

Nous utilisons trois tests paramétriques afin de vérifier si la moyenne des rendements anormaux est significativement différente de 0 autour de la date d'annonce.

Le premier test implique le calcul des rendements anormaux moyens standardisés comme suit :

$$RAMS_{i,t} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \frac{RA_{i,t}}{\hat{s}(RA_{i,t})}$$

avec :¹¹

$$\hat{s}(RA_{i,t}) = \sqrt{s_i^2 \left[1 + \frac{1}{n} + \frac{(R_{m,t} - R_m)^2}{\sum_{\tau=1}^n (R_{m,\tau} - R_m)^2} \right]}$$

où :

- $\tau = 1, 2, \dots, n$;
- n : le nombre de jours de la période d'estimation ;
- s_i^2 : la variance des résidus sur la période d'estimation ;
- $R_{m,t}$: le rendement du marché à la date t ;
- R_m : la moyenne des rendements du marché sur la période d'estimation ;

Si l'on suppose une indépendance des rentabilités anormales en coupe transversale (*cross-sectional independence*), la distribution des rendements anormaux moyens standardisés approche une loi normale de moyenne zéro et de variance $1/N$. La statistique s'écrit donc :

$$Z_t = \sqrt{N} RAM_t$$

Afin de confirmer ce premier test, deux tests de Student seront parallèlement calculés :¹²

$$t = \frac{RAM_t - 0}{\sigma(RAM_t)}$$

avec $\sigma(RAM_t)$ l'écart-type des RAM_t calculé sur la période d'estimation.

Le premier test (T1) de student tiendra compte d'une dépendance entre les rendements anormaux en coupe transversale (c'est le test de Student classique), d'où :

$$\sigma(RAM_t) = \sqrt{\frac{1}{b-a} \sum_{i=a}^b (RAM_t - MRAM_t)^2}$$

¹¹ Le calcul de l'écart-type à l'aide de cette formule permet d'inclure un ajustement pour la déviation de la rentabilité du marché par rapport à la rentabilité moyenne du marché durant la période d'estimation. Pour plus de précisions, on se référera à PATEL (1976).

¹² On se reportera à BROWN et WARNER (1980, 1985) pour une discussion sur la performance respective de chacun des tests.

avec :

$RAM_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N RA_{i,t}$, les rendements anormaux moyens de l'échantillon de taille N à la date t ;

$MRAM_t = \frac{1}{b-a+1} \sum_{t=a}^b RAM_t$, la moyenne sur la période d'estimation des rendements anormaux moyens.

Le second test (T2) fera l'hypothèse de l'indépendance des rendements anormaux en coupe transversale, d'où :

$$\sigma(RAM_t) = \sqrt{\frac{1}{N^2} \sum_{i=1}^N \sigma^2(RA_{i,t})}$$

avec :

- N : le nombre de titres dans l'échantillon ;
- $\sigma^2(RA_{i,t})$: la variance des rendements anormaux du titre i sur la période d'estimation.

$$\sigma^2(RA_{i,t}) = \frac{1}{b-a+1} \sum_{t=a}^b (RA_{i,t} - RAM_i)^2$$

où :

- RAM_i est la moyenne des rendements anormaux du titre i sur la période d'estimation :

$$RAM_i = \frac{1}{b-a+1} \sum_{t=a}^b RA_{i,t}$$

III. Résultats et interprétations

Nous présenterons, dans un premier temps, les résultats concernant l'évolution et la valeur des mesures financières pour chaque catégorie de désinvestissement. Dans un second temps, nous examinerons les réactions des marchés financiers à l'annonce de chaque type de désinvestissement.

III.1. Caractéristiques comptables et financières des entreprises qui désinvestissent

A. Pour l'échantillon total :

Le tableau 6 présente pour chaque ratio le nombre d'entreprises dont l'évolution de ce ratio est positive (première donnée chiffrée) et le nombre d'entreprises dont l'évolution de ce ratio est négative (deuxième donnée chiffrée) et ce pour les trois années entourant la date du désinvestissement. Le test de significativité utilisé est un test non paramétrique de signe. Nous donnons, également, entre parenthèses, la valeur du test de Wilcoxon signé.

Variables financières	Nombre de firmes dont la variable étudiée augmente ou diminue autour de l'année d'annonce du désinvestissement (année 0)		
	- 2 à - 1	- 1 à 0	0 à + 1
Ventes sur actifs nets (CA/TAN)	53/82 ^d (-3)**	67/71(-0,8)	59/69(-0,22)
Total actifs bruts (TAB)	116/19 ^c (-8)**	103/35 ^c (-6,1)**	86/42 ^c (-4,2)**
Taux de marge (EBE/CA)	78/56(-1,5)	72/65(-0,52)	59/68(-1,26)
Taux de rentabilité 1 (EBE/TAB)	69/66(-0,4)	54/84 ^d (-2,93)**	56/72(-2,1)*
Taux de rentabilité 2 (RE/TAN)	60/75(-1,8)	61/77(-2,18)*	58/70(-1,88)
Taux de rentabilité 3 (RN/CP)	57/77(-1,48)	64/73(-1,636)	46/81 ^d (-3,05)**
Endettement fi. 1 (DF/(CP+DF))	67/68(-0,169)	54/84 ^d (-2,41)*	48/80 ^d (-2,94)**
Endettement fi. 2 (DFC/RS)	70/65(-1,318)	55/83 ^d (-1,97)*	44/84 ^d (-3,37)**
Liquidité actif circulant (Disp/AC)	68/67(-0,29)	61/77(-1,43)	54/74(-1,81)
Liquidité immédiate (Disp/DE)	65/70(-0,05)	58/80(-1,49)	60/68(-1,27)
Part de frais financier (IF/EBE)	69/59(-0,92)	69/60(-1,35)	62/54(-0,124)
Dividende par action (DPA)	80/11 ^c (-5,64)**	72/18 ^c (-3,4)**	52/30(-0,07)

^{c, cc} augmentation significative respectivement au seuil de 5 % et de 1 % (test de signe).

^{d, d} diminution significative respectivement au seuil de 5 % et de 1 % (test de signe).

*, ** test de Wilcoxon significatif respectivement au seuil de 5 % et de 1 %.

Note : les tests de significativité sont bilatéraux.

Tableau 6 : variations des mesures financières comptables autour de la date d'annonce des désinvestissements

Les observations que nous allons formuler dans l'étude de l'échantillon global doivent être prises avec précaution puisque nous n'avons pas effectué de pairage avec un échantillon d'entreprises semblables n'ayant pas désinvesti (compte tenu des difficultés que nous avons rencontrées pour nous procurer les données comptables). On peut toutefois relever quelques résultats intéressants.

Les trois premières variables de ce tableau représentent des indicateurs d'activité. On constate, en premier lieu, une croissance du total de l'actif brut de l'entreprise (significative au seuil de 1%) qui est à peine ralentie après l'opération de désinvestissement (116, 103, 86). Le ratio vente sur actifs nets diminue significativement sur la période précédant le désinvestissement (années -2 à -1). Il semble donc que la croissance des actifs de l'entreprise s'accompagne d'une diminution de son activité (contrairement à ce que l'on pourrait penser). Cette première constatation est de nature à expliquer le désinvestissement qui s'en suit.

En appui de ce premier constat, il apparaît que les taux de rentabilité se dégradent pour une majorité significative d'entreprises de notre échantillon sur la période du désinvestissement (années -1 à 0). Chose plus étonnante, la rentabilité des capitaux propres continue à se détériorer l'année suivant le désinvestissement. Ainsi, selon les trois ratios de rentabilité, le désinvestissement n'améliore pas la profitabilité des entreprises de notre échantillon.

Aucune variation des ratios de liquidité n'apparaît significative.

En revanche, un nombre significatif d'entreprises s'engage dans un processus de désendettement l'année du désinvestissement et l'année qui suit (au seuil de 5 % de - 1 à 0 et au seuil de 1 % de 0 à + 1). On constate d'ailleurs une augmentation (non significative)

des frais financiers sur la période précédant le désinvestissement, qui peut justifier cette nécessité de désendettement.

En résumé, les entreprises de notre échantillon qui désinvestissent, connaissent un ralentissement de leur activité, une dégradation de leur rentabilité qui perdure après l'opération de désinvestissement (cela apparaît également à travers le dividende par action dont l'augmentation est significative sur les périodes -2/-1 et -1/0 mais qui ne l'est plus sur la période suivante) accompagnée d'une politique de réduction d'endettement après l'opération.

B. Caractéristiques comptables par classe de désinvestissements

Nous appliquons la même méthodologie que précédemment à chacune des catégories de désinvestissement. L'analyse est de type exploratoire compte tenu de l'effectif des échantillons. Seules les mesures présentant un réel intérêt et une évolution significative seront développées pour chaque classe.

Difficultés financières (35 désinvestissements) :

Variables financières (1)	Nombre de firmes dont la variable étudiée augmente ou diminue autour de l'année d'annonce du désinvestissement (année 0)		
	- 2 à - 1	- 1 à 0	0 à + 1
Endettement financier 1	22/13(-1,65)*	15/20(-0,25)	9/23 ^{dl} (-2,84)**
Taux de rentabilité 2	12/23(-1,7)*	16/19(-0,84)	13/19(-1,57)
Taux de rentabilité 3	9/26 ^{dl} (-3,1)**	15/20(-1,26)	14/18(-0,88)
Part de frais financiers	20/12(-1,83)*	18/13(-0,12)	13/13(-0,72)

^{dl} diminution significative au seuil de 1 % (test de signe).

*. ** test de Wilcoxon significatif respectivement au seuil de 10 % et de 1 %.

(1) Les variables financières ont la même définition que dans le tableau 5.

Tableau 6 : variations des mesures financières comptables autour de la date d'annonce des désinvestissements (sous-échantillon *difficultés financières*)

Les ratios d'endettement et de frais financier augmentent avant l'opération de désinvestissement (période -2/-1) pour une majorité significative d'entreprises appartenant à la classe *difficultés financières*. Le désinvestissement permet visiblement une réduction d'endettement de ces firmes puisqu'on constate qu'une majorité d'entre elles (significative au seuil de 1 %) diminuent leur endettement l'année suivant l'annonce de l'opération de désinvestissement.

On constate également une dégradation significative de la rentabilité d'exploitation et de la rentabilité des capitaux propres sur la période -2/-1.

Désinvestissement recentrage (39 désinvestissements) :

Il est notable que parallèlement à la restructuration de leur portefeuille d'actifs, ces firmes procèdent à une restructuration de leur endettement (diminution significative au

seuil de 1%). Ce qui peut s'expliquer par le souci de réduire le risque de la dette pour contre balancer l'effet de dédiversification (cf. hypothèses section précédente).

Variables financières (1)	Nombre de firmes dont la variable étudiée augmente ou diminue autour de l'année d'annonce du désinvestissement (année 0)		
	-2 à -1	-1 à 0	0 à +1
Endettement financier 1	18/20(-0,57)	12/27 ^d (-2,86) ^{***}	18/20(-0,09)
Taux de rentabilité 2	18/20(-1,79) [*]	15/24(-1,88) [*]	21/17(-0,82)
Taux de rentabilité 3	18/19(-0,52)	16/22(-1,01)	10/27 ^d (-2,35) ^{**}
Ratio de liquidité 1	17/21(-0,4)	17/22(-0,95)	10/28 ^d (-3,5) ^{***}

^{d, d} diminution significative respectivement au seuil de 5% et de 1% (test de signe).

^{*}, ^{**}, ^{***} test de Wilcoxon significatif respectivement au seuil de 10%, 5% et 1%.

(1) Les variables financières ont la même définition que dans le tableau 5.

Tableau 7 : variations des mesures financières comptables autour de la date d'annonce des désinvestissements (sous-échantillon désinvestissement recentrage)

On constate également, avant et pendant l'année du désinvestissement, une réduction faiblement significative de la rentabilité d'exploitation de ces firmes. En revanche, l'année suivant l'opération, la rentabilité des capitaux propres chute d'une manière fortement significative, alors qu'aucune variation n'est observable pour les autres ratios de rentabilité.

Enfin, on assiste à une diminution significative du ratio de liquidité après l'opération de désinvestissement qui ne peut s'expliquer, à notre sens, que par la dégradation antérieure de la rentabilité des firmes et par l'effort de réduction d'endettement.

Unité indésirable (31 désinvestissements) :

Aucune variation des ratios étudiés pour l'échantillon total n'est significative pour ce sous-échantillon. Seule une diminution de l'endettement sur la période 0/+1 présente un caractère significatif (au seuil de 1%).

Ces résultats corroborent tout à fait notre typologie *a priori* dans la mesure où les entreprises de cette catégorie désinvestissent des actifs en raison des caractéristiques financières de cet actif lui-même. Elles ne présentent donc aucune caractéristique intrinsèque notable avant et après l'opération de désinvestissement.

Expansion-acquisition (33 désinvestissements) :

Ce type de désinvestissement correspond à des entreprises en croissance comme le témoigne l'augmentation fortement significative (la plus forte des quatre sous-échantillon) du total de l'actif brut autour de l'annonce du désinvestissement.

Elles connaissent une baisse faiblement significative de leur ratio de liquidité pendant la période de désinvestissement (-1/0). Cette baisse peut s'expliquer par leur politique de croissance qui nécessite l'emploi de liquidité importante, le désinvestissement venant compenser ce besoin de liquidité.

Variables financières (1)	Nombre de firmes dont la variable étudiée augmente, diminue ou ne se modifie pas autour de l'année d'annonce du désinvestissement (année 0)		
	- 2 à - 1	- 1 à 0	0 à + 1
Total actif brut	30/3 ^{cc} (-4,55) ^{***}	31/2 ^{cc} (-4,58) ^{***}	23/7 ^{cc} (-2,56) ^{**}
Dividende par action	26/0 ^{cc} (-4,46) ^{***}	28/2 ^{cc} (-3,86) ^{***}	20/4 ^{cc} (-2,34) ^{**}
Ratio de liquidité	20/13(-0,49)	12/21(-1,94) [*]	12/18(-1,33)

^{cc} augmentation significative au seuil de 1 % (test de signe).

^{*}, ^{**}, ^{***} test de Wilcoxon significatif respectivement au seuil de 10 %, 5 % et 1 %.

(1) Les variables financières ont la même définition que dans le tableau 5.

Tableau 8 : variations des mesures financières comptables autour de la date d'annonce des désinvestissements (sous-échantillon *expansion-acquisition*)

On constate également une augmentation significative des dividendes par action sur les deux périodes précédant le désinvestissement. Cette augmentation montre le rôle important que joue le marché du contrôle pour ce type de firme, corroborant nos suppositions précédentes (cf. hypothèses section précédente). Seul cet échantillon présente une telle augmentation significative du dividende par action.

C. Comparaison des variables financières entre classes de désinvestissement

Le tableau 9 présente pour chaque classe de désinvestissement, la moyenne des variables financières, précédemment définies, sur l'année antérieure à l'année de l'annonce du désinvestissement (année - 1). Les tests d'analyse de variance et de Kruskal-Wallis sont réalisés pour chaque mesure afin de voir si au moins l'une des moyennes d'une classe est significativement différente des autres. Lorsque c'est le cas, nous avons appliqué les méthodes du PLSD Fisher, de Scheffé et de Dunett afin de mettre en évidence les moyennes des classes pour lesquelles la différence est statistiquement significative.

Comme l'indique le tableau 9, seules quatre mesures sur douze présentent des tests non significatifs. Les autres variables financières ont des moyennes significativement différentes en fonction de la catégorie des désinvestissements. Ceci prouve que notre typologie *a priori* distingue des catégories d'entreprises aux caractéristiques marquées.

Les mesures du niveau d'activité :

On relève une différence significative (au seuil de 1 % test Scheffé) entre la moyenne du taux de marge des entreprises D.F. et E.-A. Elle apparaît également significative entre D.R. et E.-A. (au seuil de 5 % test PLSD Fisher). Les entreprises du groupe E.-A. jouissent donc d'un fort taux de marge par rapport aux autres groupes d'entreprises.

Les mesures de la rentabilité :

On constate que pour l'ensemble des mesures de la rentabilité, la moyenne pour les entreprises du groupe D.F. est beaucoup plus faible que celles des entreprises des autres

Variables financières (b)	Classes de désinvestissement (a)				Echan- tillon total	Test de Fisher- Snedecor	Test de Kruskal- Wallis
	D.F.	D.R.	A.I.	E.-A.			
Vente sur actifs nets	1,055	1,184	1,325	1,081	1,158	1,496	5,778
Taux de marge	0,084	0,101	0,113	0,145	0,11	3,261**	10,43**
Total actif brut	28855	26125	36458	45084	33672	0,824	5,248
Taux de rentabilité 1	0,067	0,086	0,091	0,09	0,083	3,161**	10,055**
Taux de rentabilité 2	0,041	0,066	0,073	0,073	0,063	4,607***	11,907***
Taux de rentabilité 3	0,036	0,072	0,093	0,134	0,083	2,657*	7,08*
Endettement fin. 1	0,535	0,442	0,424	0,413	0,455	3,521**	9,536**
Endettement fin. 2	0,429	0,331	0,299	0,314	0,345	5,617***	13,173***
Liquidité actif circulant	0,16	0,203	0,194	0,258	0,203	2,895**	7,576*
Liquidité immédiate	0,354	0,466	0,354	0,488	0,418	1,318	5,632
Part de frais financier	0,562	0,377	0,268	0,248	0,365	4,936***	12,928***
Dividende par action	7,929	8,659	8,411	10,587	8,889	0,714	3,336

***, **, * test significatif respectivement au seuil de 1 %, 5 % et 10 %.

Notes :

(a) Abréviations des classes de désinvestissement :

D.F. : Difficultés financières ;

D.R. : Désinvestissement recentrage ;

U.I. : Actifs indésirables ;

E.-A. : Expansion-acquisition.

(b) Les variables financières ont la même définition que dans le tableau 5.

Tableau 9 : moyenne des variables financières sur l'année précédent l'annonce de la cession pour les différentes classes de désinvestissement.

groupes. La différence est encore plus marquée avec la moyenne du groupe E.-A. Les différences de moyenne sont toutes significatives (au seuil de 5 % ou de 1 %) entre le groupe D.F. et les autres groupes (sauf pour le ratio de rentabilité 3 où la différence n'est significative qu'avec le groupe E.-A. (au seuil de 5 %)). En revanche, les trois autres groupes ne présentent aucune différence de moyenne significative entre eux.

Ces constats prouvent que les entreprises de la catégorie D.F. ont des performances de rentabilité moindre que les autres entreprises.

Les mesures de l'endettement :

Les entreprises de la classe D.F. sont en moyenne plus endettées que les autres, quelque soit le ratio d'endettement que l'on prenne. Les différences entre la moyenne des ratios d'endettement des entreprises D.F. et celles des autres groupes d'entreprises apparaissent significatives (seuil de 5 % ou de 1 %). Le niveau de la part des frais financiers corrobore tout à fait ce constat. En revanche, aucune différence significative n'existe entre les moyennes des trois autres groupes, bien que l'on constate, une fois de plus, la meilleure position des entreprises E.-A.

Les mesures de la liquidité :

Les moyennes des ratios de liquidité sont beaucoup plus élevées pour les entreprises de la classe E.-A. Ce constat corrobore nos attentes puisque ces entreprises sont en phase

d'expansion et d'acquisition, ce qui nécessite des liquidités importantes. La différence de moyenne n'est toutefois significative (au seuil de 5 %) que si l'on compare les classes E.-A. et D.F. Ici encore, on confirme la faiblesse financière des entreprises de la classe D.F. qui contraste avec la bonne santé financière des entreprises E.-A.

En résumé, on vérifie une opposition franche entre les caractéristiques financières des classes D.F. et E.-A., ce qui correspond tout à fait à la logique de notre découpage *a priori*. En ce qui concerne les deux autres classes, on constate que la catégorie D.R. se rapproche fortement de la classe D.F. Aucun des ratios précédemment étudiés ne possède une moyenne significativement différente entre ces deux classes. Enfin, la classe A.I. ne présente aucune caractéristique notable au niveau de la moyenne de ces ratios. Ce dernier point corrobore notre typologie compte tenu de la définition que nous lui avons donné (cf. section précédente).

III.2. Réactions du marché financier en fonction du type de désinvestissement

Les données de cours sont extraites de la bande AFFI qui couvre la période de juin 1977 à juin 1991. Certains désinvestissements de notre échantillon de base étant intervenus après juin 1991 ont été supprimés dans le cadre de cette étude.

Lorsque les cours étaient manquants autour de la date d'annonce, la société a été supprimée de l'échantillon ; pour les autres absences de cours, ce dernier a été remplacé par la méthode de répartition uniforme (HACHETTE et MAJ (1994)).

Il est resté 86 désinvestissements se répartissant de la manière suivante dans notre typologie : 17 dans la catégorie *difficultés financières*, 30 dans la catégorie *désinvestissement recentrage*, 21 dans la catégorie *actifs indésirables* et 18 dans la catégorie *expansion-acquisition*.

Après avoir présenté les résultats pour l'échantillon total, nous examinerons tour à tour les résultats pour chaque type de désinvestissement.

A. Résultats pour l'échantillon total (86 désinvestissements)

Le tableau 10 (page suivante) présente pour l'échantillon total le rendement anormal moyen (RAM) et les trois tests de significativité qui lui sont associés (Z, T1 et T2) pour chacun des 21 jours de la période d'observation. Les calculs du RAM ainsi que des trois tests sont réalisés selon la méthodologie précédemment décrite (voir section II.2).

Le graphique 1 présente les rendements anormaux moyens cumulés (RAMC) sur les 21 jours de la période d'observation. Le RAMC au jour d est calculé par la formule suivante :

$$\text{RAMC}_d = \sum_{t=10}^d \text{RAM}_t$$

Jours	RAM	Z	T1	T2	Jours	RAM	Z	T1	T2
-10	-0,02	-0,28	-0,11	-0,1	1	0,219	0,944	0,992	0,918
-9	-0,35	-0,98	-1,61	-1,49	2	0,013	0,437	0,06	0,055
-8	0,06	0,594	0,273	0,253	3	0,078	0,632	0,353	0,327
-7	0,101	1,009	0,456	0,422	4	0,34	1,325	1,542	1,427
-6	-0,04	0,007	-0,17	-0,16	5	0,147	1,136	0,665	0,615
-5	0,031	-0,03	0,142	0,131	6	-0,41	-1,66	-1,86	-1,72
-4	0,107	0,087	0,486	0,45	7	0,099	0,506	0,451	0,417
-3	-0,18	-0,71	-0,8	-0,74	8	-0,17	-0,88	-0,77	-0,71
-2	0,044	0,376	0,199	0,184	9	-0,09	-0,41	-0,42	-0,39
-1	0,525	2,568*	2,381*	2,203*	10	0,005	-0,42	0,021	0,019
0	0,168	0,074	0,762	0,706					

* significatif au seuil de 5 %

Tableau 10 : rendements anormaux moyens journaliers de l'ensemble de l'échantillon en % sur la période d'observation

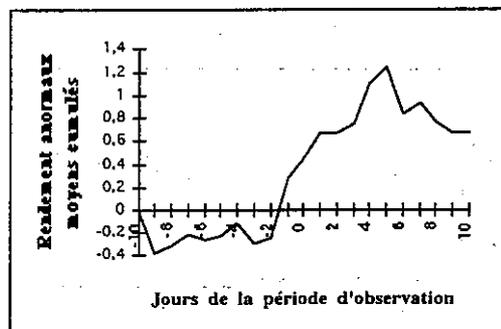


Figure 1 : résidus moyens cumulés sur l'ensemble de l'échantillon

Nous vérifions une réaction significativement positive à l'annonce des opérations de désinvestissement de 0,53 % ($Z = 2,568$ ($p = 0,0102$)). Notre résultat se situe entre celui de JAIN (1985) qui rapporte un RAM de 0,44 % et celui de AFSHAR et al. (1992) pour qui le RAM est de 0,85 %. Quant à KLEIN (1986), elle note une réaction très proche de la nôtre de 0,55 %.

On constate également une certaine stabilité de cette réaction sur les dix jours qui suivent l'annonce.

Le marché réagit donc en moyenne favorablement à une opération de désinvestissement.

Qu'en est-il pour chaque catégorie de désinvestissement ?

B. Difficultés financières (17 désinvestissements)

Jours	RAM	Z	T1	T2	Jours	RAM	Z	T1	T2
-10	-0,23	-0,49	-0,33	-0,35	1	0,34	0,261	0,488	0,528
-9	-0,25	-0,45	-0,36	-0,38	2	0,372	0,746	0,533	0,577
-8	0,756	1,491	1,084	1,173	3	-0,12	0,176	-0,17	-0,19
-7	-0,68	-0,58	-0,97	-1,05	4	0,531	0,449	0,762	0,824
-6	-0,1	-0,2	-0,14	-0,15	5	0,593	1,316	0,85	0,92
-5	0,236	0,054	0,338	0,366	6	-0,78	-1,43	-1,11	-1,2
-4	0,601	0,836	0,861	0,932	7	-0,14	-0,38	-0,2	-0,22
-3	-0,45	-1,27	-0,65	-0,71	8	0,564	0,839	0,809	0,875
-2	0,506	1,126	0,725	0,785	9	-0,3	-0,3	-0,43	-0,46
-1	1,124	2,93**	1,61	1,74*	10	0,069	-0,11	0,099	0,107
0	0,361	-0,01	0,518	0,56					

*** significatif respectivement au seuil de 10 % et de 1 %

Tableau 11 : rendements anormaux moyens journaliers pour l'échantillon *difficultés financières* en % sur la période d'observation

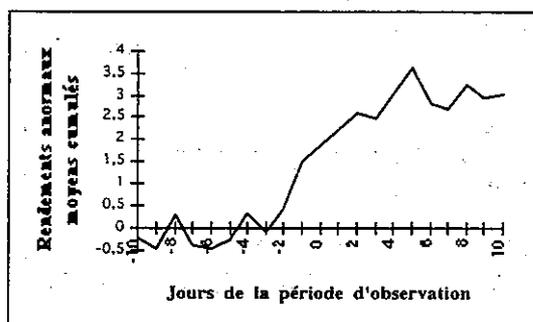


Figure 2 : résidus moyens cumulés de l'échantillon *difficultés financières*

La réaction du marché financier à ce type de désinvestissement est fortement positive (1,12 % significatif au seuil de 1 %) et se maintient sur la période d'observation. C'est la réaction la plus forte des quatre sous-échantillons et on peut conclure, à l'instar de AFSHAR et al. (1992) que le marché réagit favorablement à une diminution du risque de faillite par le désinvestissement. Ces résultats sont en contradiction avec l'étude de HEARTH et ZAIMA (1984).

Nous confirmons également les résultats de LANG, STULZ et POULSEN (1995), pour qui le gain obtenu par les actionnaires est associé au réemploi des fonds. Le désendettement est une utilisation des fonds qui évite le gaspillage du *free cash flow* (JENSEN, 1986). La majorité des annonces des entreprises de cet échantillon spécifient l'objectif de désendettement pour justifier l'opération de désinvestissement.

C. Désinvestissement recentrage (30 désinvestissements)

Jours	RAM	Z	T1	T2	Jours	RAM	Z	T1	T2
-10	0.088	0.023	0.226	0.23	1	0.454	1.4	1.165	1.183
-9	-0.18	-0.07	-0.45	-0.46	2	0,444	1,774*	1,14	1,158
-8	0.247	1.218	0.635	0.645	3	-0.21	-0.75	-0.53	-0.54
-7	-0.05	0.312	-0.13	-0.14	4	-0.01	0.034	-0.04	-0.04
-6	0.134	0.433	0.343	0.348	5	0.331	1.358	0.85	0.863
-5	-0.13	-0.32	-0.33	-0.34	6	-0.51	-1.37	-1.31	-1.33
-4	0.247	0.401	0.634	0.644	7	-0.07	-0.17	-0.18	-0.18
-3	0.4	1.134	1.026	1.042	8	-0.31	-0.57	-0.79	-0.81
-2	-0.07	-0.51	-0.19	-0.19	9	-0.35	-1.31	-0.91	-0.92
-1	0,641	1,648*	1,645	1,67*	10	-0.21	-0.83	-0.55	-0.56
0	-0.08	-0.14	-0.2	-0.2					

* significatif au seuil de 10 %

Tableau 12 : rendements anormaux moyens journaliers pour l'échantillon *désinvestissement recentrage* en % sur la période d'observation

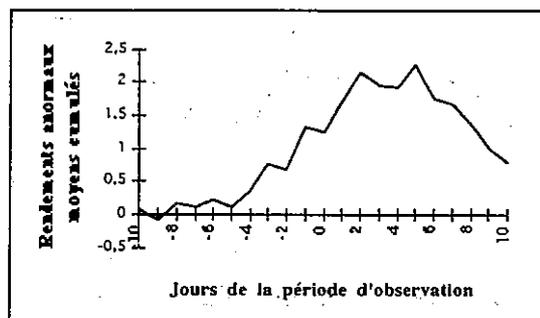


Figure 3 : résidus moyens cumulés de l'échantillon *désinvestissement recentrage*

On constate un rendement anormal positif de 0.64 % à l'annonce des opérations de *désinvestissement recentrage*, confirmé deux jours après par un RAM de 0.44 %. Ces réactions sont, cependant, faiblement significatives (au seuil de 10 %).

Ce résultat confirme les travaux de COMMENT et JARRELL (1995) et JOHN et OFEK (1995). Le marché s'attend à une amélioration des performances consécutive à la restructuration de l'entreprise. On constate, cependant, une chute des RAM à la fin de la période d'observation, montrant que la réaction du marché reste éphémère pour ce type de firme.

D. Ventes d'actifs indésirables (21 désinvestissements)

Jours	RAM	Z	T1	T2	Jours	RAM	Z	T1	T2
-10	-0,14	-0,08	-0,32	-0,3	1	-0,15	-0,37	-0,34	-0,31
-9	-0,41	-0,44	-0,92	-0,84	2	-0,5	-0,93	-1,13	-1,04
-8	-0,75	-1,71*	-1,71*	-1,56	3	-0,04	-0,27	-0,09	-0,08
-7	0,62	0,745	1,402	1,284	4	0,54	1,227	1,221	1,119
-6	-0,19	-0,12	-0,43	-0,4	5	-0,32	-0,35	-0,72	-0,66
-5	0,17	0,532	0,385	0,353	6	-0,51	-1,2	-1,16	-1,06
-4	0,032	-0,2	0,072	0,066	7	0,429	1,006	0,97	0,889
-3	-0,32	0,329	-0,72	-0,66	8	-0,79	-2,06**	-1,78*	-1,63
-2	-0,39	-0,76	-0,89	-0,81	9	0,233	0,633	0,528	0,484
-1	0,022	-0,38	0,05	0,046	10	-0,29	-1,02	-0,65	-0,6
0	0,715	1,107	1,617	1,481					

* ** significatif respectivement au seuil de 10 % et 5 %

Tableau 13 : rendements anormaux moyens journaliers pour l'échantillon *actifs indésirables* en % sur la période d'observation

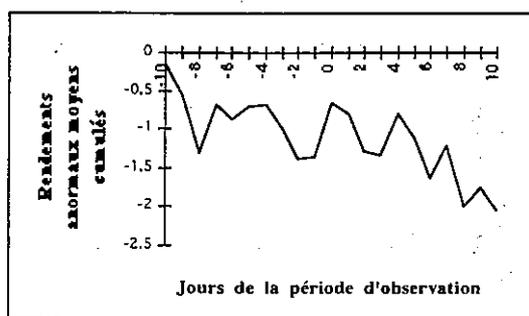


Figure 4 : résidus moyens cumulés de l'échantillon *actifs indésirables*

Bien que la réaction du marché soit positive à l'annonce du désinvestissement (0,715 %), celle-ci n'est pas significative. En revanche, on constate que ces firmes présentent des RAM cumulés négatifs sur toute la période d'observation avec des RAM négatifs significatifs au huitième jour de part et d'autre de la date d'annonce. Le désinvestissement ne semble en rien influencer la tendance générale.

Cette réaction conforte notre typologie *a priori* puisque nous nous attendions à ce que ce type de désinvestissement n'implique pas la firme dans son ensemble. MONTGOMERY, THOMAS et KAMATH (1984) trouvent également des RAM cumulés négatifs sur l'ensemble de la période d'observation pour ce type de firmes.

E. Expansion-acquisition (18 désinvestissements)

Jours	RAM	Z	T1	T2	Jours	RAM	Z	T1	T2
-10	0,108	-0,1	0,251	0,256	1	0,143	0,406	0,331	0,338
-9	-0,71	-1,18	-1,65	-1,69	2	-0,42	-1,02	-0,97	-0,99
-8	0,092	0,179	0,213	0,217	3	0,892	2,523*	2,067*	2,11*
-7	0,508	1,596	1,178	1,203	4	0,639	1,248	1,48	1,511
-6	-0,08	-0,23	-0,19	-0,19	5	-0,03	-0,16	-0,07	-0,07
-5	-0,04	-0,25	-0,09	-0,09	6	0,201	0,797	0,466	0,476
-4	-0,5	-0,94	-1,17	-1,19	7	0,186	0,566	0,431	0,44
-3	-0,74	-2,2	-1,72	-1,76	8	0,143	0,235	0,331	0,338
-2	0,28	1,163	0,648	0,661	9	0,184	0,424	0,427	0,436
-1	0,342	1,056	0,792	0,809	10	0,763	1,487	1,769	1,806
0	-0,21	-0,81	-0,5	-0,51					

* significatif au seuil de 5 %

Tableau 14 : rendements anormaux moyens journaliers pour l'échantillon expansion-acquisition en % sur la période d'observation

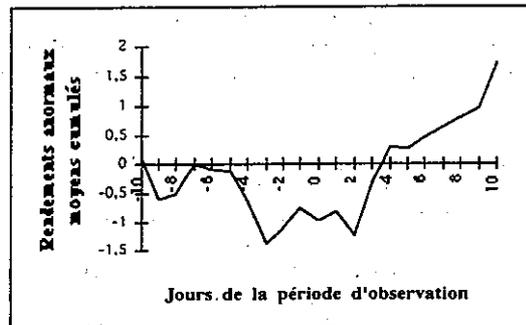


Figure 4 : résidus moyens cumulés de l'échantillon expansion-acquisition

De manière tout à fait surprenante, il semble que le désinvestissement pour ce type d'échantillon, produise un impact trois jours après son annonce dans la presse. En effet, le troisième jour, le RAM est de 0,89 % (significatif au seuil de 5 %). Cela peut s'expliquer par le fait que le marché attende un certain nombre d'informations supplémentaires afin de pouvoir évaluer correctement l'impact de la cession sur les performances de l'entreprise. Comme nous l'avons vu, ces sociétés sont en situation financière favorable. Par ailleurs, une étude cas par cas montre que l'annonce conjointe du désinvestissement et du réinvestissement peut être interprétée par le marché comme une rumeur sans fondement. La réaction tardive du marché peut donc s'expliquer par le temps nécessaire à la confirmation du bien fondé de la rumeur et à la collecte des informations nécessaires à l'évaluation.

En résumé, l'annonce d'un désinvestissement produit un impact positif sur le cours des actions des entreprises. Cette réaction est d'autant plus significative que la cession est réalisée pour des raisons de difficultés financières ou de recentrage. Le marché financier réagit donc favorablement aux efforts d'amélioration de santé financière et de restructuration des actifs des entreprises. Les réactions du marché sont moins tranchées en ce qui concerne les ventes d'*actifs indésirables* et les cessions *expansion-acquisition*. Pour ces dernières, toutefois, la réaction apparaît fortement positive mais intervient avec un léger retard laissant présager un comportement attentiste du marché.

Conclusion

Quatre raisons du désinvestissement constituent les catégories d'une typologie de base établie *a priori* et que l'on s'est proposé de tester. Les entreprises désinvestissent pour :

- améliorer leur situation financière dégradée :
- se recentrer (se réorganiser) ;
- se séparer d'actifs indésirables ;
- se procurer les financements nécessaires à leur croissance.

Sur un échantillon de 138 entreprises réparties en fonction de cette typologie, nous étudions l'évolution et le niveau de différentes mesures financières pour chacune des catégories de la typologie.

Nous vérifions ainsi que les entreprises qui désinvestissent pour améliorer leur situation financière éprouvent effectivement de sérieuses difficultés avant l'opération de désinvestissement. Leur niveau d'endettement se réduit après cette opération. A l'opposé les entreprises qui désinvestissent pour assurer leur croissance ont une situation financière très saine sur la période d'étude. Bien qu'elles soient en meilleure santé, les entreprises qui se recentrent ont des caractéristiques proches de celles en difficultés. Parallèlement à la restructuration de leurs actifs, elles procèdent à une réduction de leur dette. En revanche, les entreprises qui se séparent d'actifs indésirables ne présentent aucun signe distinctif et ce parce que le désinvestissement est indépendant des caractéristiques intrinsèques de ces firmes.

Sur un échantillon réduit (issu du premier) de 86 désinvestissements, une étude d'évènement est menée pour chaque catégorie de désinvestissement. Au niveau de cet échantillon, on relève un rendement anormal significatif de 0,53 % au jour - 1, ce qui concorde avec les résultats obtenus par les études anglo-saxonnes (notamment, JAIN (1985), KLEIN (1986) et AFSHAR et al. (1992)). Pour ce qui est des sous-échantillons, on constate des réactions positives significatives pour les entreprises en difficultés (forte réaction : 1,12 %), celles qui se recentrent (faible réaction : 0,64 %) et celles en croissance (forte réaction de 0,89 % mais avec un léger retard). En revanche, le cours des actions des firmes qui désinvestissent des actifs indésirables ne réagit pas de manière significative à ce type de cession.

Ces résultats confirment notre typologie et nos hypothèses *a priori* selon lesquelles la nature du désinvestissement véhicule une information sur l'ensemble de la firme.

Références

- AFSHAR (K.A.), TAFFLER (R.J.) et SUDARSANAM (P.S.) - 1992, *The effect of corporate divestments on shareholder wealth : the UK experience*, Journal of Banking and Finance, vol. 16, pp. 115-135.
- BROWN (S.J.) et WARNER (J.B.) - 1980, *Measuring security price performance*, Journal of Financial Economics, vol. 8, pp. 205-258.
- BROWN (S.J.) et WARNER (J.B.) - 1985, *Using daily stock returns*, Journal of Financial Economics, vol. 14, pp. 3-31.
- CADIOU (C.) - 1988, *Les conséquences boursières d'un désinvestissement négocié*, Analyse Financière, 3ème trimestre, pp. 79-89.
- COMMENT (R.) et JARELL (G.A.) - 1995, *Corporate focus and stock returns*, Journal of Financial Economics, vol. 37, pp. 67-87.
- DIMSON (E.) - 1979, *Risk measurement when shares are subject to infrequent trading*, Journal of Financial Economics, vol. 7, pp. 197-226.
- DUHAIME (I.M.) et GRANT (J.H.) - 1984, *Factors influencing divestment decision-making : evidence from a field study*, Strategic Management Journal, vol. 5, pp. 301-318.
- HACHETTE (I.) et MAI (H.) - 1994, *Traitement des données manquantes dans la bande actions AFFI-SBF*, in Recherches en Finance du CEREG, Economica.
- HAMILTON (R.T.) et KONG CHOW (Y.) - 1993, *Why managers divest—evidence from New Zealand's largest companies*, Strategic Management Journal, vol. 14, pp. 479-484.
- HAMON (J.) et JACQUILLAT (B.) - 1992, *Le marché français des actions*, PUF.
- HEARTH (D.) et ZAIMA (J.K.) - 1984, *Voluntary corporate divestitures and value*, Financial Management, printemps, pp. 10-16.
- JAIN (P.C.) - 1985, *The effect of voluntary sell-off announcements on shareholder wealth*, Journal of Finance, vol. 40, n° 1, pp. 209-224.
- JENSEN (M.C.) - 1986, *Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers*, American Economic Review, vol. 76, n° 2, pp. 323-329.
- JOHN (K.) et OFEK (E.) - 1995, *Asset sales and increase in focus*, Journal of Financial Economics, vol. 37, pp. 105-126.
- KLEIN (A.) - 1986, *The timing and substance of divestiture announcements : individual, simultaneous and cumulative effects*, Journal of Finance, vol. 41, n° 3, pp. 685-696.
- KUMMER (D.R.) - 1978, *Valuation consequences of forced divestiture announcements*, Journal of Economics and Business, vol. 30, pp. 130-136.
- LANG (L.), POULSEN (A.) et STULZ (R.) - 1995, *Asset sales, firm performance, and the agency costs of managerial discretion*, Journal of Financial Economics, vol. 37, pp. 3-37.
- LINN (S.C.) et ROZEFF (M.S.) - 1989, *The corporate sell-off*, in The Revolution in Corporate Finance, Basil Blackwell.
- MONTGOMERY (C.A.), THOMAS (A.R.) et KAMATH (R.) - 1984, *Divestiture, market valuation, and strategy*, Academy of Management Journal, vol. 27, n° 24, pp. 830-840.
- NEWBOLD (P.) - 1991, *Statistics for business and economics*, Prentice Hall.
- PATELL (J.M.) - 1976, *Corporate forecasts of earnings per share and stock price behavior : empirical tests*, Journal of Accounting Research, vol. 14, n° 2, pp. 246-276.
- WESTON (F.) - 1991, *Divestitures : mistakes or learning*, Journal of Applied Corporate Finance, pp. 68-76.