

Recherche

Changement de dénomination sociale et création de la valeur

EN 1999, LES SOCIÉTÉS Imetal et Rhône-Poulenc sont reprises sur le marché sous deux nouvelles dénominations sociales : Imerys et Aventis. Plus récemment, France Télécom a changé son nom en le transformant en & france télécom. Par cette décision, l'entreprise entendait signifier son choix stratégique, en l'occurrence sa volonté de s'orienter délibé-

ment vers la nouvelle économie et les nouvelles technologies de l'information. Même si ce dernier exemple a été largement médiatisé, il n'est pas un phénomène isolé. Sur la période allant de 1991 à 1998, tous motifs confondus, le nombre de changements de dénomination sociale des sociétés cotées se monte à 181. Ce phénomène concerne également les établissements financiers et les sociétés immobilières. Le changement de dénomination sociale de Financière Sogeparc en Sogeparc en 1996 en est la pleine illustration. L'envie vient alors naturellement de s'interroger sur les raisons et sur les conséquences de telles opérations. Plus précisément ces changements sont-ils profitables aux actionnaires ?

LES CAUSES DES CHANGEMENTS DE DÉNOMINATION SOCIALE

Hormis les cas où le changement de dénomination sociale¹ est la conséquence d'une opération de rapprochement (fusion, absorption, OPA, OPE...) ou d'opérations sur le capital (apports, augmentation de capital...), cet événement

En s'appuyant sur un échantillon de 55 firmes et une méthodologie classique d'étude d'événement, il apparaît que le marché français réagit négativement à l'annonce d'un changement de nom. Cela traduit la méfiance des investisseurs à l'égard de ce type d'opération. Le marché sanctionne d'autant plus fortement les firmes qui ont initié un changement majeur.

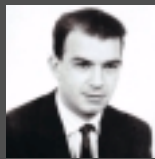
peut être considéré sous deux angles. Le premier est positif, le changement de dénomination sociale s'assimilant à un signal sur une modification de la ligne stratégique, sur la réorientation de l'entreprise vers des métiers d'avenir (raison invoquée par & france télécom), la volonté de s'engager vers des activités rentables ; le second est négatif, car une telle opération peut être considérée par le marché comme génératrice de coûts, et au-delà, destructrice de valeur.

Quelle que soit la raison du changement, l'objectif de la firme est de bénéficier d'une nouvelle image auprès de ses différents partenaires. Elle escompte que ceux-ci reconnaissent une inflexion dans sa stratégie capable d'être un vecteur positif pour les performances à venir.

L'EXEMPLE AMÉRICAIN

Un certain nombre d'études empiriques sur le marché américain font ressortir cet aspect positif. Ainsi Horsky et Swyngedouw (1987) cherchent à savoir la profitabilité de ce type d'opération. En prenant pour référence de date d'annonce, le Dow Jones News Service ou le Wall Street Journal (WSJ) et en excluant à la fois les firmes de service public² et toutes

les firmes privées dont le changement de nom résulte d'une fusion ou du lancement d'un nouveau produit, ils montrent une réaction anormale positive du marché. Par ailleurs, les auteurs remarquent que les marchés financiers peuvent être susceptibles de réagir plus fortement aux changements de dénomination sociale majeurs (un changement est considéré comme majeur lorsque les termes du nouveau nom sont radicalement différents des termes de l'ancien), des changements mineurs (tous ceux qui ne répondent pas à la précédente définition). En fait, l'effet peut être double. Les changements majeurs auront un impact d'autant plus positif si l'on considère que le nom est associé à la qualité des produits de la firme (la demande des produits de la firme devrait connaître une hausse sensible). À l'inverse, si l'on considère les coûts associés à de telles opérations (frais de publicité, de communication, perte de reconnaissance), alors les changements majeurs seront perçus comme un signal négatif, et on devrait assister à une destruction d'autant plus importante lorsque le changement est majeur. Néanmoins, les auteurs ne dégagent aucune relation claire sur leur étude.



ÉRIC SEVERIN
Enseignant-chercheur

Université de Lille 2

Dans le prolongement de ce premier travail, Bosch et Hirschey (1989) montrent que les rendements sont non significativement positifs (0,53 %) et que l'impact positif n'est que transitoire. L'apport de leur travail tient dans la prise en compte de la situation de l'entreprise. Ils notent que l'impact est d'autant plus positif que l'entreprise qui initie cette opération est en restructuration. Pour ces firmes, l'impact est plus marqué car il est perçu par les investisseurs comme une volonté de rupture avec le passé. Néanmoins, les résultats restent non significatifs.

Un dernier travail d'importance est celui de Karpoff et Rankine (1994). Si leurs résultats se situent dans la lignée des précédents, l'originalité de leur démarche tient dans l'explication du phénomène. Pour ces auteurs, l'explication de ce résultat tient en deux arguments : d'une part, ils considèrent que ces changements sont déjà largement anticipés par les investisseurs, et d'autre part que le marché prend en compte les coûts associés à de telles opérations. Ces coûts sont divers : frais d'enregistrement, publicité, changement de packaging, changement de logo ou encore nécessité pour le dirigeant d'expliquer les raisons de ces changements. A l'appui de ces motifs ils citent McQuade (1984) qui montre que le changement de nom de la firme Esso en Exxon a été évalué à 200 millions de dollars.

UNE DESTRUCTION DE VALEUR ACTIONNAIRE SUR LE MARCHÉ FRANÇAIS

L'intérêt du travail de Karpoff et Rankine n'est pas dans la méthodologie utilisée (au demeurant très classique en finance), mais dans l'insistance qu'ils mettent à expliquer que cette opération est génératrice de coûts directs et indirects³. En prenant appui sur l'existence de ces coûts, il apparaît légitime de s'interroger sur la réaction du marché français à l'annonce de telles opérations. Ainsi sur la

1. Récapitulatif du nombre de changements de dénomination sociale entre 1991 et 1998

	Nombre de changements*	Pourcentage**
1991	14	23,3 %
1992	6	10 %
1993	9	15 %
1994	11	18,3 %
1995	4	6,6 %
1996	8	13,3 %
1997	5	8,3 %
1998	3	5 %

* Hors opérations sur capital, rapprochements, distribution de dividendes...
** Par rapport au nombre total de changements de dénominations.

2. Marché d'appartenance et fréquence des changements d'entreprises ayant changé de nom

Marché d'appartenance	Nombre de firmes recensées
Règlement mensuel	21
Comptant	16
Second Marché	23
Fréquence des changements	Nombre de cas recensés
1 changement	54
2 changements	5
3 changements	1

période 1991-1998, 181 changements de dénomination sociale pour les sociétés cotées sur le premier et le second marché ont été répertoriés. Sur la base de ce premier tri, 74 opérations ont été éliminées dans la mesure où les entreprises sont simultanément impliquées dans des opérations sur le capital (25 cas) ou de rapprochement (59 cas). Dans une troisième phase, nous avons veillé à ce que le changement de dénomination sociale ne se soit pas réalisé de façon concomitante avec une distribution de dividendes (17 cas). Enfin, dans un dernier temps (*tableaux 1 et 2*), nous avons exclu toutes les firmes présentant des séries de données manquantes (20 cas).

Afin de pouvoir mesurer précisément l'effet d'annonce, la date du BALO (Bulletin des annonces légales et officielles) a été prise comme référentiel car c'est un passage obligatoire pour les entreprises souhaitant réaliser ce type d'opération. Cette date peut être considérée comme la publication légale.

Dans 90 % des cas, on observe un seul changement de nom. Force est de constater que certaines ont

changé de nom plusieurs fois durant cette période : cinq firmes ont changé deux fois de dénomination sociale pendant notre période d'étude. Cela pourrait être la traduction d'une volonté de se signaler régulièrement au marché (Howe, 1982).

À partir de ces éléments, nous avons appliqué une méthodologie d'étude d'événement. Cette dernière consiste à mesurer, grâce aux données financières, l'impact de l'annonce du changement de dénomination sociale sur le cours boursier, donc sur la valeur actionnariale. L'impact d'un événement est mesuré par une différence de rentabilité entre le titre et la norme (ici le modèle de marché), et sa significativité est mesurée par deux tests l'un paramétrique (test de Student-Brown et Warner, 1985) et l'autre non paramétrique (test des signes – Hachette, 1994).

RÉSULTATS EN CONTRADICTION AVEC LE MARCHÉ AMÉRICAIN

Afin de permettre une comparaison avec les études américaines, une distinction a été faite entre les changements majeurs et les changements mineurs⁴. Les résultats

3. Effet d'annonce du changement de dénomination sociale sur le marché français pour les firmes ayant effectué un changement mineur

Jour	RAM _t	T _{para}	T _{signe}
-5	-0,06	-0,4	-0,4
-4	-0,32	-1,4	-0
-3	0,13	0,22	-0,5
-2	-0,12	-0,3	-0,5
-1	-0,14	-0,5	-0,7
0	-0,24	-1,1	-0,8
1	-0,08	-0,1	-0,3
2	0,04	0,35	-0
3	0,14	0,47	-0,4
4	0,23	0,52	-0,3
5	0,02	0,09	0,21
Cumul (0,1)	-0,32	-1,6	-1,5

Nombre de firmes de l'échantillon N = 31

Note: * Significatif à 10 %, ** Significatif à 5 %, *** Significatif à 1 %.

RAM_t est la rentabilité anormale moyenne du portefeuille de titres le jour t (en %).

T_{para} est le test paramétrique de student à n-1 degrés de liberté.

T_{signe} est le test non paramétrique des signes.

mettent en évidence que les changements mineurs ont un impact informatif plus faible que les changements majeurs (tableaux 3 et 4). Ces derniers sont perçus négativement par le marché (-1,29 % significatif au seuil de 1 %, quel que soit le test utilisé – résultat sur deux jours à

4. Effet d'annonce du changement de dénomination sociale sur le marché français pour les firmes ayant effectué un changement majeur

Jour	RAM _t	T _{para}	T _{signe}
-5	0,15	0,55	-0,84
-4	0,25	0,66	-0,14
-3	0,42	1,14	-0,58
-2	-0,78	-0,91	-0,77
-1	-0,25	-0,38	-0,19
0	-0,81	-3,11***	-2,05**
1	-0,48	-2,37**	-2,67***
2	0,30	0,9	-0,15
3	0,25	0,45	-1,01
4	-0,5	-1,35	-0,68
5	-0,21	-0,89	0,16
Cumul (0,1)	-1,29	-3,52***	-4,01***

Nombre de firmes de l'échantillon N = 24

compter de la date d'annonce). Ce résultat montre le caractère spécifique du marché français où les effets négatifs liés au changement de dénomination sociale l'emportent fortement sur les aspects positifs exposés précédemment. Il apparaît que le marché redoute une perte de reconnaissance de l'entreprise et la sanctionne. Même si les entreprises concernées cherchent à minimiser cet effet par des campagnes importantes de publicité, il semble que cela ne suffise pas à

« rassurer » le marché. Par ailleurs, une campagne publicitaire est coûteuse. Cet élément est également pris en compte par les investisseurs. Ces résultats peuvent aussi trouver une explication au travers de l'argumentation de Louargant et Pécherot (1997) qui précisent qu'un inconvénient majeur réside dans le risque encouru par l'entreprise. Si l'on considère le nom comme un actif spécifique⁵ (l'entreprise a acquis sous un nom une certaine reconnaissance ou une certaine notoriété), l'abandonner est source de risque.

UN SUJET PORTEUR DE NOMBREUSES INTERROGATIONS

Si ce travail met en évidence des différences entre la réaction des investisseurs sur le marché américain et sur le marché français, il est porteur de pistes de recherche fécondes. En particulier, peut-on considérer que des spécificités sur le marché français existent ? Dans l'affirmative, quelles sont-elles ? D'autre part, aucune étude, à notre connaissance, sur le marché français ne s'est intéressée aux motifs déclarés de telles opérations. La connaissance de cet élément serait un facteur supplémentaire quant à la compréhension de telles opérations. ■

1 Une excellente étude de Kapferer (1985) montre que le changement de nom peut générer des effets pervers que l'auteur dénomme maladies du nom. Deux familles peuvent être distinguées : la première concerne le mauvais choix d'un nom spécifique, la seconde concerne la structuration des noms des multiples sociétés d'un même groupe industriel.

2 Ils justifient de l'exclusion de ces dernières par le fait que le changement de nom ne va pas modifier radicalement la perception des acteurs sur cette entreprise. En effet, ils soulignent que, par exemple, la demande domestique d'électricité ne sera pas ou peu affectée par le changement de nom.

3 Si le changement de nom n'entraîne pas la création d'une personne morale nouvelle, il reste soumis néanmoins à certaines formalités de publicité, à savoir : la publication dans un journal d'annonces légales, le dépôt au greffe du tribunal de commerce, l'inscription au registre du commerce et des sociétés, et la publicité au BO-DACC (Lamy droit commercial, 2000, p. 206). Outre les frais d'enregistrement relativement faibles (de 5 000 à 10 000 francs soit une fourchette

allant de 762 à 1 524 euros), d'autres coûts plus importants existent : frais de publicité, réorganisation de l'entreprise, politique de communication...

4 Pour des raisons liées à des propriétés économétriques (hétéroscédasticité et autocorrélation), nous avons été conduit à retirer cinq cas de notre échantillon. Cela ramène notre échantillon final à 55 entreprises.

5 Nous nous plaçons dans le prolongement de la pensée de Kreps (1996) qui considère la marque comme un actif spécifique, caractéristique de la réputation de l'entreprise. Nous extrapolons ce raisonnement à la dénomination sociale.

Bibliographie

- Bosch J.C., Hirschev M., 1989, « The valuation effects of corporate name change », *Financial management*, vol. 18, Winter, p. 64-73.
- Brown J.S., Warner J.B., 1985, « Using daily stock returns: The case of event studies », *Journal of financial economics*, 14, 1985, p. 3-31.
- Hachette I., 1994, « Opérations financière et transfert de richesse », *PUF, Collection Finance*, 197 p.

Horsky D., Swyngedouw P., 1987, « Does it pay change your company's name? A stock market perspective », *Marketing science*, vol 6, n° 4, Fall, p. 320-335.

Howe J.S., 1982, « A rose by any other name? A note on corporate name changes », *Financial Review*, 17, p. 271-278.

Kapferer J.-N., 1985, « Réfléchissez au nom de votre entreprise », *Harvard-L'Expansion*, Automne, p. 104-118.

Karpoff J.M., Rankine G., 1994, « In search of a signalling effect: The wealth effects of corporate name changes », *Journal of banking and finance*, 18, p. 1027-1045.

Kreps D., 1996, « Leçons de théorie microéconomique », Paris, PUF.

Lamy droit commercial, 2000, *Edition Lamy*, p. 206.

Louargant C., Pécherot B., 1997, « Les conséquences patrimoniales des changements de dénomination sociale: une application au marché français », XIV^e Journées internationales de la finance, 23-25 juin, 22 p.

Mc Quade W., 1984, « Cosmetic surgery for the company name », *Fortune*, April 30, p. 249-250.