



**HAL**  
open science

# DIVERSIFICATION, PERFORMANCE ET OPPORTUNISME MANAGÉRIAL

Frederic Perdreau

► **To cite this version:**

Frederic Perdreau. DIVERSIFICATION, PERFORMANCE ET OPPORTUNISME MANAGÉRIAL.  
Gestion et management. Université Rennes 1, 2000. Français. NNT : . tel-04746833

**HAL Id: tel-04746833**

**<https://hal.science/tel-04746833v1>**

Submitted on 21 Oct 2024

**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.

**ÉCOLE DOCTORALE**  
de Sciences Économiques et de Gestion  
de l'Université de RENNES I  
**Institut de Gestion de Rennes**

**DIVERSIFICATION, PERFORMANCE ET OPPORTUNISME**  
**MANAGÉRIAL**

**Le cas des firmes françaises impliquées dans des acquisitions**

**(1991-1997)**

**THÈSE DE DOCTORAT DE L'UNIVERSITÉ DE RENNES I**  
MENTION SCIENCES DE GESTION

Présentée et soutenue publiquement par

**Frédéric PERDREAU**

le 7 janvier 2000

**JURY**

<b><u>Directeur de thèse :</u></b>	Jacqueline LANGOT	Professeur à l'Université de Rennes I.
<b><u>Rapporteurs :</u></b>	Gérard CHARREAUX	Professeur à l'Université de Dijon.
	Gérard HIRIGOYEN	Professeur à l'Université Montesquieu-Bordeaux IV.
<b><u>Suffragants :</u></b>	Edith GINGLINGER	Professeur à l'Université de Paris XII.
	Patrick NAVATTE	Professeur à l'Université de Rennes I.
	Hélène RAINELLI	Professeur à l'Université de Rennes I.

---

**CERGOR : Centre d'Etudes et de Recherches en Gestion des Organisations de Rennes**



*L'Université de Rennes I n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans cette thèse. Ces opinions doivent être considérées comme propres à leur auteur.*

## **REMERCIEMENTS**

à toutes les personnes qui ont contribué

à la réalisation de cette thèse.

Merci à Jacqueline Langot qui m'a incité à entreprendre cette recherche, a accepté de la diriger et m'a prodigué aides, conseils, et encouragements.

Merci aux Professeurs Gérard Charreaux, Gérard Hirigoyen, Edith Ginglinger, Patrick Navatte et Hélène Rainelli pour leur participation au jury de cette thèse.

Merci enfin à tous ceux, famille et amis, qui m'ont soutenu et encouragé sans faille tout au long de ce parcours.

**DIVERSIFICATION, PERFORMANCE ET OPPORTUNISME**

**MANAGÉRIAL**

**Le cas des firmes françaises impliquées dans des acquisitions**

**(1991-1997)**

# SOMMAIRE

## INTRODUCTION GÉNÉRALE

### *PARTIE 1 : Diversification et environnement économique et institutionnel de l'entreprise*

**CHAPITRE 1 : La diversification, historique, concept et mesures**

**CHAPITRE 2 : Les motifs théoriques de la diversification**

**CHAPITRE 3 : Contexte socio-économique et diversification**

**CHAPITRE 4 : Etude du lien entre diversification et performance**

**CHAPITRE 5 : Evolution de la diversité, une étude empirique**

**Conclusion Partie 1**

### *PARTIE 2 : Diversification et opportunisme managérial*

**CHAPITRE 6 : Le cadre d'analyse contractuel retenu**

**CHAPITRE 7 : Diversification, satisfaction des objectifs managériaux et coûts pour les actionnaires**

**CHAPITRE 8 : Les mécanismes modérateurs de l'inclination du dirigeant à diversifier l'entreprise**

**CHAPITRE 9 : Elaboration d'un corps d'hypothèses, méthodologie et données**

**CHAPITRE 10 : Etude empirique des liens entre diversification, performance et structure de propriété**

**Conclusion Partie 2**

## CONCLUSION GÉNÉRALE

**Bibliographie**

**Index des tableaux et figures**

**Annexes :Etude du lien diversification performance**

# **INTRODUCTION GÉNÉRALE**

Nous nous intéressons dans cette thèse au comportement potentiellement opportuniste du dirigeant vis-à-vis des actionnaires à travers les stratégies mises en œuvre. Les typologies stratégiques sont variées, plus ou moins détaillées, mais nous y retrouvons systématiquement une ou plusieurs catégories faisant référence à la diversification des entreprises. Or, en définissant, en première approche, l'opportunisme managérial comme la satisfaction par le dirigeant de ses intérêts personnels au détriment de ceux d'un des partenaires de l'entreprise,

*il pèse sur les stratégies de diversification un soupçon d'opportunisme managérial.*

Cette proposition n'est pas nouvelle. Elle trouve en partie ses arguments dans les théories managériales. Baumol (1959, 1962) ou Marris (1964) font de la croissance un des objectifs et motifs de satisfaction prioritaire du dirigeant. La diversification, envisagée en tant que moyen de croissance de l'entreprise, constitue alors un objectif que le dirigeant peut faire prévaloir au détriment d'autres, en particulier au détriment de celui de maximisation de la valeur que recherchent les actionnaires. Les théories contractuelles<sup>1</sup> ont complété et affiné ces arguments initiaux, invoquant une réduction du risque d'emploi du dirigeant (Amihud et Lev, 1981) se traduisant au niveau du risque de l'entreprise, ou, plus généralement, une volonté du dirigeant d'émancipation des contrôles et menaces qui pèsent sur lui (Shleifer et Vishny, 1989). Si la proposition n'est pas nouvelle, elle acquiert un intérêt nouveau au regard de deux évolutions récentes :

- les théories contractuelles, particulièrement la théorie positive de l'agence, ont largement élargi leurs prétentions explicatives. Elles ont pénétré et contribué à donner un nouvel éclairage dans des champs théoriques variés. Le domaine de la stratégie d'entreprise en est un. Elles ne sont pas dénuées de prétentions prescriptives et peuvent contribuer à modifier les représentations des acteurs (Gomez 1996). L'individualisme méthodologique sur lequel elles reposent, et *l'inclination* opportuniste qu'elles envisagent, ont alors pu heurter les représentations en usage dans ces domaines. Certains chercheurs n'hésitant pas à les qualifier de théories « anti-managériales » (Donaldson, 1990, 1995). La

---

<sup>1</sup> Théories de l'agence, des coûts de transaction et, plus récemment, de l'enracinement.

question de savoir si une *manifestation* opportuniste est, *au-delà de l'inclination opportuniste* en germe dans ces théories, décelable ou non à travers les stratégies des entreprises occupées de nombreux chercheurs<sup>1</sup>. Son intérêt ne réside pas dans un éventuel « test » de la viabilité de la théorie<sup>2</sup>, mais dans l'appréciation de son caractère plus ou moins explicatif du phénomène étudié. Ce point prend toute son importance si l'on considère l'évolution qu'a connue la diversification au cours des dernières périodes.

- les années 80 et le début de la décennie 90 ont été décrits comme une période de recentrage des stratégies suivies par les entreprises (Batsch, 1992). Pour l'opinion commune, et en première approximation, ce phénomène se définit par opposition aux politiques de diversification prévalant du début des années 60 jusque dans les années 70. Aux Etats-Unis, le phénomène est largement documenté. De nombreuses études montrent que le niveau de diversification, élevé au cours des années 70, diminue à partir des années 80 (Comment et Jarrel, 1995; Lang et Stulz, 1994 ; Servaes, 1996). En France, les études confirment qu'une diversification a eu lieu au cours des années 60 et 70 (Dyas et Thanheiser 1975, Louitri 1984). Dans la période récente, la diversité mesurée au niveau des groupes n'affiche pas, comme aux Etats-Unis, une nette tendance à la spécialisation (Thollon-Pommerol 1990, Batsch 1992, Perdreau 1998). Néanmoins, des observations sur les restructurations convergent pour affirmer que le développement des groupes français s'est réalisé de façon plus centrée à partir de la fin des années 80 (Dehry 1995, Paturel 1991 et 1996).

---

<sup>1</sup> Surtout aux Etats-Unis. Dès 1979, Amihud et Kamin montrent que les traces d'une recherche de la maximisation du chiffre d'affaires plutôt que celle du profit sont perceptibles pour certaines entreprises. Pour ce qui est de la diversification, de nombreuses études cherchent les traces d'un comportement managérial potentiellement opportuniste prédit par les théories contractuelles : Amihud et Lev (1981), Morck et al. (1990), Denis et al. (1997)... les recherches qui contestent la pertinence de ces études mettent souvent en avant leur caractère stérile pour l'action stratégique. Elles sont plus rares, citons néanmoins Fox et Hamilton (1994).

<sup>2</sup> Un «test» de la théorie de l'agence s'avérerait difficile : la théorie s'organise, une fois les postulats assumés, sur des tautologies (cf. Charreaux 1999). La remise en cause de la théorie ne peut se faire que sur des considérations idéologiques et en ayant la conviction que la théorie alternative est «plus explicative» du phénomène étudié.

Dans quelle mesure le mouvement de diversification-recentrage correspond-il à une réalité observable au niveau de la diversité des entreprises françaises ? Si les entreprises françaises restent plus diversifiées que leurs concurrentes américaines, doit-on y voir l’empreinte d’un opportunisme managérial ? Si c’est le cas, cela s’explique-t-il par la faiblesse des mécanismes de contrôle ? La perspective retenue par les théories contractuelles permet-elle d’expliquer et de mieux comprendre cette apparente conformation stratégique des entreprises ? Quelles conclusions en tirer quant à l’efficacité des firmes françaises ?

Les courants de recherche impliqués, mêlant approches de mouvements stratégiques et approches contractuelles, peuvent sembler éloignés, voire divergents. Ils sont en fait complémentaires et liés au travers des regards offerts sur la diversification. Chandler (1988, 1989), dans ses travaux sur l’émergence de la grande entreprise industrielle aux Etats-Unis, décrit la naissance puis le développement de la diversification. Dans son analyse, le dirigeant est l’élément moteur de l’innovation. Il imprime donc sa marque à la stratégie de l’entreprise en répondant aux conditions de l’environnement. Cette approche accorde en ce sens une place centrale à la discrétion managériale<sup>1</sup>, mais elle considère peu les relations instables et parfois conflictuelles qui se nouent au sein de l’entreprise et entre l’entreprise et son environnement. Ainsi, si Chandler est à l’origine d’une théorie de la contingence en organisation, il ne met pas suffisamment en avant les contingences qu’induisent les relations entre partenaires dans l’organisation et entre l’organisation et son environnement sur sa structure et sa stratégie (Fridenson 1989)<sup>2</sup>. Les théories contractuelles pallient cette faiblesse en faisant des relations entre agents l’élément central d’analyse.

Les deux perspectives théoriques trouvent rapidement des points de jonction dans l’étude des structures et des stratégies de l’entreprise. La naissance de la forme M que Chandler attribue aux nécessités des stratégies de diversification<sup>3</sup> a été reprise par Williamson

---

<sup>1</sup> Nous entendons le terme de “discrétion” dans son sens commun, c’est-à-dire de “discernement; pouvoir de décider”.

<sup>2</sup> Cf. Avant propos à l’édition française (1989) de l’ouvrage de Chandler : *Stratégies et structures de l’entreprise*.

<sup>3</sup> Chandler (1989) avance que la stratégie précède la structure *dans un cadre d’analyse historique des innovations organisationnelles*. Il reconnaît par ailleurs que la structure contraint aussi la stratégie dans un cadre plus analytique d’études “statiques”.

(1975), dans un cadre transactionnel, pour justifier de l'existence des firmes diversifiées face aux défaillances du marché. La théorie de l'agence, essentiellement dans son courant normatif, a elle-même repris une partie des arguments de Williamson (1975) pour présenter la diversification comme un arrangement possible des relations entre actionnaires et dirigeants lorsque se posent les problèmes découlant de l'observation des actes et du contrôle des dirigeants (Aron 1988, Stein 1997). Elle a aussi remis en cause les avantages conférés à ce « marché interne du capital » que constitue l'entreprise diversifiée, en pointant les coûts entraînés par les problèmes d'agence internes à l'organisation (Berger et Ofek 1995, Rajan et al. 1999). Dans sa branche positive, la théorie de l'agence s'est essentiellement attachée à montrer la diversification comme une dérive coûteuse d'une discrétion managériale mal contrôlée (Amihud et Lev 1981, Jensen 1986). Enfin, la théorie de l'enracinement, tout en exacerbant la question de la discrétion managériale et de l'opportunisme potentiel qu'elle recèle, a contribué à redonner au dirigeant sa qualité d'entrepreneur. Dans cette dernière, si la diversification renvoie à une stratégie du dirigeant visant à s'affranchir du contrôle des actionnaires ou à la simple satisfaction d'intérêts personnels (Shleifer et Vishny 1989), l'enracinement, en tant qu'investissement spécifique du dirigeant, ne se révèle pas forcément contraire aux intérêts des actionnaires si les mécanismes de contrôle présentent une efficacité minimum (Castanias et Helfat, 1992).

Approches contingentes, théories managériales et contractuelles apparaissent donc comme complémentaires au regard de l'éclairage qui peut être donné sur les stratégies de diversification. La prise en compte d'une inclination opportuniste du dirigeant et d'une possible manifestation de cette inclination au détriment des actionnaires dans l'appréhension de la diversification ne s'inscrit pas, bien qu'elle le concerne, dans un débat autour du caractère « éthique » de la question. Elle ne prétend pas trancher entre la « théorie de l'intendance » (« *stewardship theory* ») et la théorie de l'agence sur la question du

comportement présumé du dirigeant<sup>1</sup>. En combinant la discrétion sans contrainte de l'entrepreneur chez Chandler, où le dirigeant adapte au mieux les stratégies des firmes à leur environnement, et l'inclination opportuniste du manager dans les théories contractuelles, il doit être possible de donner un éclairage pertinent sur les transformations stratégiques. L'étude des changements intervenus dans l'environnement de l'entreprise peut nous aider à réaliser ce rapprochement. Notre démarche vise à estimer dans quelle mesure la prise en compte de l'hypothèse d'inclination opportuniste permet de contribuer à l'explication du phénomène observé de diversification de l'entreprise.

Ainsi présentés, les enjeux théoriques se situent à deux niveaux.

Pour la gestion stratégique actuelle, il s'agit de voir si les divergences d'intérêts supposées entre dirigeants et actionnaires créent une tension perceptible qui pourrait, au moins partiellement, expliquer l'émergence du concept de « recentrage » des entreprises et contraindre le comportement du dirigeant. La recherche renouvelle le regard porté sur des relations déjà largement documentées au niveau international, mais relativement peu étudiées en France. Il en est ainsi de la relation entre diversification et performance ou de la relation entre structure de propriété et performance. Les opérations de croissance externe apparaissant comme le mode de développement privilégié des entreprises depuis la fin des années 80, celles-ci sont étudiées dans le cadre, original, des opérations d'acquisitions. Après avoir étudié le mouvement de diversification, nous avançons que l'intégration d'un opportunisme managérial dans ces relations nécessite de reconsidérer les résultats des études antérieures, ces derniers pouvant être biaisés.

Dans une appréhension plus rétrospective des conformations stratégiques par période, la présence de traces de comportements opportunistes du dirigeant s'exprimant à travers les stratégies de diversification nous donnerait des indications quant à l'explication du

---

<sup>1</sup> En schématisant, nous pouvons considérer que ces courants théoriques et les hypothèses qui les fondent ne visent pas les mêmes objectifs. La théorie de l'intendance se préoccupe essentiellement de l'organisation et de la coordination entre les partenaires de l'entreprise dans un but d'action. L'efficacité ou la performance de l'entreprise n'est pas un principe explicatif, c'est un objectif à atteindre. La théorie de l'agence invoque initialement l'efficacité de l'entreprise comme principe explicatif de la prédominance de formes organisationnelles. Elle est moins tournée vers l'action que vers l'explication et la justification de formes organisationnelles. Cf. Donaldson (1990, 1995).

phénomène. Si de telles manifestations opportunistes sont observables, nous pourrions porter un nouveau regard sur le développement historique de la diversification, ou tout au moins le compléter, en y décelant l’empreinte d’une discrétion managériale aujourd’hui contestée. L’importance prise par les marchés financiers et le poids actuellement attribué aux actionnaires expliqueraient alors le recentrage des entreprises. Par dessus tout, celui-ci pourrait intervenir en tant que correction d’une diversification excessive, inefficente du point de vue des actionnaires, entreprise dans un contexte où ces derniers auraient disposé d’une moindre capacité de contrôle. Si, à l’inverse, aucune trace de comportement opportuniste managérial n’est observable à travers les stratégies de diversification, nous concluons plutôt que les conditions économiques, les contingences de l’environnement ont façonné l’évolution de la diversification. Il n’existe alors que peu de raison de penser qu’une diversification excessive caractérise la période passée. La « pression » exercée par les marchés financiers sur les entreprises pour qu’elles « recentrent » leurs activités, maintes fois évoquée par la presse financière, ne renvoie alors qu’à la fonction de contrôle qui leur est classiquement attribuée. Les prises de contrôle, ou menaces de prises de contrôle, qui pèsent sur les entreprises « trop diversifiées »<sup>1</sup> ne constituent que des cas isolés d’entreprises n’ayant pas su s’adapter à l’environnement économique évolutif.

Sur ce dernier point, les enjeux de notre thème de recherche ont été posés de manière proche aux Etats-Unis par certains chercheurs<sup>2</sup>. La façon dont s’est structuré le débat dans ce cadre, l’opposition qui est souvent faite entre les explications alternatives du mouvement de diversification, vont nous permettre d’exposer notre méthode.

Shleifer et Vishny (1991, 1997) ou Servaes (1996) font une nette dissociation entre les explications « économiques » du mouvement de diversification, qui abordent le phénomène

---

<sup>1</sup> Citons, pour illustrer par des exemples récents, ces menaces le cas de V. Bolloré, entrant dans le capital de Bouygues début 1999 et pressant le groupe de délaissier son activité communication. Dans l’OPA hostile (début novembre 1999) lancée par Vodafone (Grande Bretagne) sur Mannesman (Allemagne), le caractère diversifié de ce dernier est aussi évoqué comme motif.

<sup>2</sup> Cf. en particulier Bhidé (1997), Donaldson (1997), Servaes (1996), Shleifer et Vishny (1991, 1997), Matsusaka (1993 et 1996)

par les changements intervenus dans l'environnement économique de l'entreprise, et les explications « managériales » où c'est le comportement du dirigeant qui importe essentiellement. Selon ces chercheurs, si la diversification s'est avérée créatrice de valeur pour les actionnaires dans les années 60 et 70 alors qu'elle se révèle aujourd'hui, en moyenne, destructrice de valeur<sup>1</sup>, des explications environnementales ou en termes de « chocs économiques » doivent être privilégiées. Si la diversification se révèle avoir été constamment destructrice de richesse pour les actionnaires<sup>2</sup>, la vague de diversification reste énigmatique mais peut être imputée à la recherche de ses propres intérêts par le dirigeant. Ainsi se trouvent distingués deux ensembles d'explications : l'un compatible avec une efficience des marchés qui se fonde sur l'observation des changements économiques pour expliquer le mouvement de diversification, l'autre, managérial, peu compatible avec une efficience des marchés<sup>3</sup> (Shleifer et Vishny, 1991).

Au-delà des résultats empiriques, non disponibles dans le cas français, sur lesquels se fondent Shleifer et Vishny (1991, 1997), cette approche du problème nous semble réductrice et non adaptée à nos objectifs<sup>4</sup>. Distinguer les explications en deux ensembles (les explications économiques ou environnementales et les explications managériales ou contractuelles) répond à un souci « pédagogique » compréhensible, mais les opposer, les présenter comme antinomiques, est plus contestable. En procédant de la sorte, ces chercheurs ne font pas apparaître les complémentarités possibles entre les théories contingentes de l'organisation, qui

---

<sup>1</sup> Il existe un nombre très important d'études sur le sujet qui remontent aux années 60 pour les plus anciennes. Pour un aperçu du nombre et de la variété de ces études, consulter l'annexe 1.

<sup>2</sup> Les études sur le lien entre diversification et performance dans les années 1960-1970, bien que nombreuses, font apparaître, selon Shleifer et Vishny (1991, 1997) une "énigme" : il semblerait que les mesures de performance ex-ante soient favorables au mouvement de diversification, tandis que les mesures de performance ex-post indiquent que la diversification avait un impact plutôt négatif. Le point de vue de ces chercheurs peut être contesté: Cf. annexe 1 et chapitre 4.

<sup>3</sup> L'efficience des marchés doit ici être comprise dans deux sens: il s'agit de son efficience informationnelle, puisque les actionnaires auraient, suivant Shleifer et Vishny (1997) plébiscité des opérations de diversification se révélant non performante ex-post. Elle désigne aussi leur capacité à contrôler les agissements opportunistes du dirigeant : affirmer que les actionnaires se révèlent incapables de juger de la pertinence des agissements des dirigeants revient à dire que la discrétion managériale n'est pas limitée par le marché financier.

<sup>4</sup> Elle se révèle aussi non adaptée à nos moyens: nous n'avons pas pu disposer d'une base de données complète sur les années 70. Nous ne pouvons donc pas mener une étude diachronique.

étudient l'organisation dans son environnement, et les théories contractuelles<sup>1</sup>. Leur analyse ne se positionne pas explicitement autour des contributions complémentaires offertes par ces théories dans l'explication du phénomène de diversification. Ils évacuent ainsi certains éclairages sur le mouvement de diversification. Certaines des imperfections du marché financier peuvent, par exemple, expliquer une bonne performance ex-ante d'opérations de diversification qui ne soient pas suivies de performances mesurées ex-post comparables (Levy 1991). Il convient de s'intéresser à ces imperfections et à l'évolution du marché financier avant de conclure comme le font Shleifer et Vishny (1991) que les actionnaires auraient, à tort, plébiscité les opérations de diversification dans les années 70, puis seraient revenus sur leur jugement. Par ailleurs, la discrétion managériale, les contraintes auxquelles se heurte la recherche de son propre intérêt par le dirigeant, sa propension à entreprendre une diversification ne peuvent pas être considérées comme totalement indépendantes de l'environnement de l'entreprise, en particulier de son environnement économique. L'importance aujourd'hui accordée aux actionnaires était peut-être moindre dans les décennies passées, leurs moyens d'actions moins contraignants pour le dirigeant. Aussi, il nous semble que les motifs managériaux doivent être envisagés, pour éclairer le mouvement de diversification, vis-à-vis de l'environnement dans lequel ils s'inscrivent.

Ce positionnement théorique nous place dans le cadre que Donaldson (1996) définit comme celui du « choix stratégique » (Strategic choice). Nous signifions par-là que le regard offert sur le mouvement de diversification reconnaît aux acteurs de la vie des entreprises une certaine liberté, un choix dans leurs actions. Néanmoins, ces choix ne sont pas exempts de

---

<sup>1</sup> Notons que Bhidé (1997) ou Donaldson (1997) n'opèrent pas une dissociation si nette entre les types d'explications. Ils adoptent une perspective proche de celle qui est la nôtre.

contraintes, d'un certain déterminisme<sup>1</sup> exercé par l'environnement dans lequel les acteurs sont plongés et par leurs relations réciproques. Cette perspective passe par un fonctionnalisme, elle fait appel à un principe d'efficience : pour pouvoir se maintenir, les stratégies des entreprises doivent répondre aux exigences de leur environnement. L'efficience invoquée correspond au second degré d'efficience (cf. Charreaux 1999, p. 98), c'est-à-dire celui, classiquement retenu en finance, qui permet de minimiser les coûts d'agence. Néanmoins, en envisageant que le mouvement de diversification puisse correspondre à, et révéler, un opportunisme managérial, nous admettons implicitement qu'il existe des frictions importantes dans le monde réel, entraînant de possibles phénomènes de dépendance, des relations déséquilibrées, et une inertie organisationnelle.

Notre méthode de recherche répond à la distinction réalisée par les études américaines sus-citées entre explications « environnementales » et « managériales » du phénomène de diversification, mais elle les envisage de façon plus complémentaire qu'antinomique. Elle peut donc être décomposée en deux étapes, la première renvoyant à l'approche « contingente » de la diversification répondant aux exigences de son environnement, la seconde à l'approche contractuelle.

Dans un premier temps sont étudiées les conditions environnementales susceptibles de déterminer le comportement stratégique des entreprises et d'influencer les moyens d'actions des agents considérés. Cette étape suit le cadre classique que définit par exemple Scherer (1990) en économie industrielle, où partant des « conditions de base » qui déterminent les « structures » qui déterminent les « stratégies » qui déterminent les « performances », des boucles rétroactives nuancent et enrichissent un schéma à vocation pédagogique (Pastré

---

<sup>1</sup> Quelques précisions s'imposent à ce sujet. Dans la théorie de l'agence, l'environnement de l'entreprise ne détermine en aucun cas les préférences des agents. La fonction d'utilité de chaque agent leur est intrinsèque (ils sont autonomes). L'environnement agit seulement au niveau des contraintes qui s'imposent à lui (cf. Charreaux 1999). Si l'on considère que les agents ou certaines catégories d'agents possèdent des fonction d'utilité proches, il est raisonnable de penser qu'un changement dans ces contraintes se traduira par des changements comparables dans le comportement des individus. On assiste alors à un apparent déterminisme de l'environnement. Nous pouvons considérer que notre analyse tient compte de cette précision en ce que les motifs économiques de la diversification et ses motifs contractuels (classiques) sont distingués dans deux parties. Mais, adoptant une démarche positive, nous ne prétendons pas respecter scrupuleusement l'axiomatique de chaque théorie. Nous mobiliserons d'ailleurs des théories qui contestent la pertinence de cette hypothèse d'autonomie (théorie des conventions, cf. Gomez 1994, 1996).

1994). Ce cadre est adapté à notre objet et les termes employés méritent d'être précisés. Les « conditions de base » représentent autant les motifs théoriques de la diversification que le contexte économique (croissance, ouverture internationales des marchés...) dans lequel elle est étudiée. Les « structures » ne constituent pas les structures de l'entreprise, i.e. son architecture organisationnelle, mais plutôt les structures « institutionnelles », entendues au sens large d'organisations et de règles du jeu, qui encadrent les mouvements stratégiques des entreprises. Ces « structures » intègrent aussi bien le rôle de l'Etat, l'organisation du financement de l'entreprise, que les prescriptions des cabinets de conseil et des outils d'analyse stratégique, voire la représentation commune des stratégies, qui vont influencer les choix stratégiques des entreprises. Les « stratégies » désignent exclusivement le niveau et la tendance à la diversification des entreprises, tandis que la « performance » renvoie à un principe d'efficience qui se réduit in-fine à une évaluation financière par et pour les actionnaires.

Cette première étape, doit permettre de porter un premier jugement sur les explications « environnementales » de la diversification. Par reflet, nous devons cerner quelle place il convient d'accorder aux relations entre actionnaires et dirigeants et à la discrétion managériale dans l'explication du mouvement de diversification. Dans la seconde étape, le cadre est enrichi par la prise en compte des motifs managériaux qui peuvent guider la diversification de l'entreprise. Une étude de la relation entre diversification et performance, intégrant les incitations et les contraintes imposées au dirigeant par les actionnaires, est menée. Elle doit permettre de voir si les traces d'un comportement opportuniste du dirigeant sont perceptibles à travers les stratégies de diversification. Les résultats de cette seconde étape, mis en perspective avec l'analyse de la diversification de l'entreprise dans son environnement, compléteront l'étude de la première partie.

En schématisant, notre démarche opère donc un « aller-retour » autour de la relation entre diversification et performance. Nous partons d'un cadre général (l'environnement de l'entreprise et son évolution) pour descendre vers la relation entre diversification et performance. La relation entre actionnaires et dirigeant est ensuite introduite dans l'analyse. La présence d'un éventuel opportunisme managérial pouvant guider cette relation nous oblige à la considérer sous un nouveau jour. Un test est mené. Nous repartons de l'observation de la

relation entre diversification et performance, et de nos conclusions quant à la présence d'un éventuel opportunisme managérial, pour réinterpréter l'évolution constatée de la diversification et évaluer les apports de la démarche.

Notre plan suit cette présentation en deux parties.

- Première Partie : Une approche de la diversification de l'entreprise dans son environnement économique et institutionnel

Le mouvement de diversification est étudié dans son environnement. Nous posons d'abord les bases nécessaires au développement de la recherche en définissant la diversification, la mesure qui en est retenue et en montrant l'ampleur du mouvement dans les décennies 1960 et 1970 (Chapitre 1). Nous présentons ensuite les motifs théoriques pouvant expliquer ce mouvement. Ces différents motifs sont présentés en référence au cadre néoclassique, suivant l'hypothèse de perfection des marchés qu'ils lèvent. Les motifs liés au comportement spécifique du dirigeant faisant l'objet de la seconde partie, ils ne sont pas abordés (Chapitre 2).

Le chapitre 3 s'intéresse à l'impact probable des variations dans les conditions environnementales de l'entreprise sur l'effectivité des arguments théoriques avancés dans le chapitre précédent. Est ainsi évaluée la contribution des arguments théoriques et des arguments « environnementaux » à l'explication du mouvement de diversification. En adoptant une approche par période, nous faisons apparaître la période de développement de la diversification comme favorable à la réalisation de ses bénéfices théoriques. La période suivante (fin des années 70, début des années 80) est celle d'un « choc » économique défavorable à la diversification qui entraîne des modifications dans l'environnement de l'entreprise et dans les représentations de la diversification. En cohérence avec cette analyse, nous observons, malgré le faible nombre d'études, que le développement de la diversification semble avoir cédé le pas à une croissance centrée.

Le chapitre 4 tire les conséquences de cette analyse : si les arguments théoriques évoqués et les changements environnementaux sont bien à l'origine du recul de la diversification, une périodisation de la relation entre diversification et performance devrait voir le jour. Devant le

faible nombre d'études françaises, nous cherchons des traces de cette périodisation dans les études étrangères. Nous confirmons qu'une relation négative entre diversification et performance devrait être observée en France dans la période récente. Un doute subsiste tout de même, au-delà des discours sur le recentrage et la croissance centrée, quant à l'ampleur du phénomène de « dé-diversification ». Une étude empirique sur l'évolution de la diversification des entreprises françaises à la fin des années 80 et au début des années 90 est donc menée. Les signes d'une dé-diversification ne sont sensibles qu'en fin de période, c'est-à-dire à partir de 1993 (Chapitre 5).

Cette première partie nous met face à un décalage temporel inexpliqué. Alors que l'étude de la diversification dans son environnement nous conduit à prétendre que dès le milieu des années 80, une importante diversification, puisqu'elle est moins efficace, aurait dû en moyenne reculer, nous n'observons un mouvement qu'à partir du début des années 90. Cette inertie organisationnelle pourrait s'expliquer par les avantages personnels que tire le dirigeant de la diversification selon les théories contractuelles. Satisfaisant ses intérêts, il imposerait aux actionnaires une diversification coûteuse. Cet espace laissé aux motifs managériaux et à un éventuel opportunisme dans l'explication du mouvement de diversification fait l'objet de la seconde partie.

- Deuxième partie : Diversification et opportunisme managérial

La notion et les conditions d'un opportunisme dans les relations entre actionnaires et dirigeants méritent d'être précisées. Nous donnons à l'opportunisme un caractère opérationnel, mesurable, pour les besoins de l'étude (Chapitre 6).

Les motifs expliquant la propension du dirigeant à diversifier l'entreprise et pouvant conduire à des manifestations opportunistes sont ensuite présentés. Ils trouvent leurs sources dans plusieurs cadres contractuels et sont discutés (Chapitre 7). La discrétion managériale et les possibilités d'opportunisme sont limitées par des mécanismes qui font l'objet du chapitre suivant (Chapitre 8).

Les chapitres 7 et 8 donnent le matériau nécessaire à la construction d'un corps d'hypothèses testables (Chapitre 9). Ces hypothèses portent sur la forme des relations que l'on devrait

observer entre diversification et performance, structure de propriété et diversification et structure de propriété et performance si un opportunisme est décelable. Si ces hypothèses peuvent être posées séparément, elles doivent être envisagées simultanément afin de porter un jugement quant à la présence d'un opportunisme managérial. Il en va de même au niveau des tests empiriques, nous arguons qu'en envisageant les relations sus-citées de façon non récursive, indépendante et successive, les résultats obtenus sont biaisés et ne permettent pas une bonne interprétation. La relation entre diversification et performance, plus particulièrement, doit être envisagée de façon non-récursive. Nous proposons une méthode et un traitement empirique par systèmes d'équations simultanées qui, bien que pouvant être complétés (le modèle n'intègre pas les considérations liées à la structure financière), doivent conduire à une meilleure appréhension et estimation des relations.

Dans le dernier chapitre (chapitre 10), nous testons nos hypothèses sur des acquisitions et les firmes françaises qui les entreprennent. Nous mettons clairement en relief les différences dans les résultats obtenus suivant que les relations sont envisagées successivement ou simultanément, au sein d'un modèle d'équations intégrant des relations non récursives. Nous concluons qu'il n'existe pas de traces tangibles d'un opportunisme dans le sens où nous l'avons défini au chapitre 6.

Notre conclusion intègre les conséquences de ces résultats au niveau de l'appréhension du mouvement de diversification, montre les limites de l'analyse et propose des pistes pour soutenir ou compléter ces premiers pas.

Nous espérons offrir au lecteur un regard riche d'enseignements quant à l'explication du mouvement de diversification.

# **PARTIE 1 : Diversification et environnement économique et institutionnel de l'entreprise**

La diversification, suivant le champ disciplinaire dans lequel elle est étudiée, reçoit différentes définitions et mesures. Il est nécessaire de retenir une définition et une mesure qui s'accorde au mieux avec les objectifs de l'étude et les différents courants théoriques qui y sont mobilisés. La description du mouvement de diversification dans les années 1960 et 1970 ne souffre néanmoins pas de la variété des mesures utilisées pour en rendre compte. Au contraire, cela en montre l'ampleur (Chapitre 1). Un tel phénomène trouve, a priori, des justifications théoriques, économiques. L'entreprise diversifiée n'a pas sa place dans le cadre de l'économie néo-classique, mais il suffit de lever une des hypothèses restrictives ou de considérer les imperfections des marchés pour en justifier, suivant des perspectives variées, l'existence (Chapitre 2).

Les mécanismes et imperfections des marchés, invoqués pour justifier le mouvement de diversification, voient leur effectivité et leur pertinence dépendre du contexte dans lequel ils s'inscrivent. Les changements intervenant dans l'environnement de l'entreprise affectent les prétentions explicatives des motifs théoriques de la diversification. En adoptant une posture a priori favorable à des explications « économiques » de l'apparent recul de la diversification, nous nous proposons de mettre en perspective les motifs théoriques recensés suivant les traits caractéristiques de larges périodes. La période stable des années 1960 à 1972 est présentée comme favorable à la réalisation des bénéfices de la diversification. La période suivante (1973-1985) est celle de « la crise » (stagflation), elle est caractérisée par une plus grande instabilité dans l'environnement de l'entreprise, une intensification de la concurrence. Ces « chocs » économiques ont pu réduire les avantages à la diversification, ils lui sont défavorables. La mise en avant des conditions économiques par période n'est pas suffisante pour éclairer, selon une analyse contingente, l'évolution de la diversification. Si la dernière période (1986 à nos jours) s'inscrit dans la continuité de la précédente, en particulier au regard de la contrainte financière qui pèse sur les entreprises, nous insistons plus particulièrement sur les changements institutionnels intervenus. Le terme d'institutions doit être compris dans son sens le plus large : il s'agit autant des « règles du jeu » régissant la vie des entreprises que des

organisations qui interviennent dans ce « jeu » (Etat, types d'actionnaires). En la matière, une évolution marquante doit retenir notre attention : l'émergence et le développement d'un système financier moderne et le recul concomittant de l'Etat (Chapitre 3).

Le chapitre 3 s'achève sur l'importance prise par la dimension financière de l'entreprise, où l'actionnaire occupe une place centrale. Nous resserons notre étude et tirons les conséquences de notre analyse dans le chapitre suivant : une périodisation du lien entre diversification et performance pour l'actionnaire devrait être sensible. Devant le faible nombre d'études françaises, les résultats d'études étrangères peuvent se révéler utiles, pour autant que l'environnement des entreprises ait connu, dans ces cadres étrangers, des évolutions comparables à celles relevées en France. Un lien négatif entre diversification et performance devrait voir le jour dans la période récente (Chapitre 4). Le doute qui subsiste, le faible nombre d'études françaises nous incitent à observer à notre niveau et avec nos mesures l'évolution de la diversité des entreprises françaises depuis le milieu de la décennie 80 (Chapitre 5). Nous pourrions alors conclure sur les apports des explications « environnementales » de la diversification, et voir dans quelle mesure elles ouvrent la voie aux explications attribuant à la discrétion managériale et à l'opportunisme qu'elle recèle un rôle déterminant.

# CHAPITRE 1 : La diversification, historique, concept et mesures

Avant d'entreprendre l'étude du phénomène de diversification, nous datons son origine et en donnons une première définition (Section 1). Celle-ci, apparemment simple, recouvre en fait une multiplicité d'approches. Cette variété est perceptible à travers les mesures proposées du phénomène et il convient d'en retenir une, en adéquation avec l'objet de la recherche (Section 2). Le concept étant précisé, nous en étudions la réalité dans la période généralement retenue comme celle de généralisation de la diversification : les décennies 1960 et 1970 (Section 3).

## SECTION 1 : Origines et définitions

Nous évoquons dans un premier temps les origines de la diversification. Les travaux de Chandler (1977, 1988 ; 1962, 1989)<sup>1</sup> sur le développement de la grande entreprise industrielle aux Etats-Unis permettent de dater approximativement le phénomène (§ 1.1) et d'en donner une définition (§ 1.2.).

### 1.1 Origines de la diversification

Chandler (1988, 1989) s'est attaché à décrire et expliquer l'émergence et le développement de la grande entreprise aux Etats-Unis. Ces grandes entreprises se caractérisent évidemment par leur taille, permise par un élargissement progressif des marchés, une intégration dans des marchés amonts et aval, des innovations administratives et une professionnalisation de la gestion.

---

<sup>1</sup> Ces dates renvoient respectivement aux éditions successives (en anglais puis en français) des deux ouvrages: - *La Main visible des managers* (1977, 1988) et *Stratégies et structures de l'entreprise* (1962, 1989). Nous nous référerons par la suite uniquement aux dernières éditions, en langue française, de ces ouvrages.

Au début du 20<sup>ème</sup> siècle, les entreprises les plus dynamiques, disposant de technologies avancées, créent une nouvelle structure organisationnelle qui se substitue à la forme fonctionnelle. Elles entreprennent dans le même temps un nouveau mouvement stratégique : la diversification. Selon Chandler, ce mouvement est né de ce que « *les entreprises disposant d'une technologie avancée ont vite pris conscience de l'intérêt que pouvaient représenter ces connaissances et capacités pour la production dans de nouveaux secteurs et pour la satisfaction de nouveaux besoins* ». C'est d'ailleurs les difficultés d'organisation auxquelles elles se sont trouvées confrontées dans la gestion d'activités diverses qui les a poussées à adopter la forme multidivisionnelle<sup>1</sup>.

Initialement donc, le mouvement de diversification est le fait de quelques firmes disposant de ressources en excès et intervenant dans des secteurs particuliers. Chandler (1988) cite les secteurs de la chimie, de la construction électrique, du matériel de transport et des métaux primaires comme ceux d'où la diversification est partie. A partir de la seconde guerre mondiale, la structure multidivisionnelle se répand et la diversification devient plus commune. La technologie reste un facteur important de diversification. Cette diversification sert, selon Chandler, principalement l'objectif de croissance et de survie de l'organisation à long terme et reste alors largement autofinancée.

Il convient de s'attarder sur le sens que donne Chandler au terme de diversification. Si l'on se réfère à l'introduction à l'édition française de *Stratégies et structures de l'entreprise* (1989), la diversification désigne l'adjonction de nouveaux produits à ceux existants, tandis que l'intégration désigne l'entrée dans une nouvelle activité. La distinction entre diversification et intégration est ténue. « L'entreprise diversifiée » regroupe chez Chandler (1988) des entreprises pratiquant les deux types de mouvement stratégique.

---

<sup>1</sup> Certains ont pu voir dans cette déduction l'idée selon laquelle, pour Chandler, la stratégie guide la structure. C'est oublier que Chandler adopte une perspective historique et qu'il s'intéresse à la naissance de la diversification et de la structure multidivisionnelle. Pour Chandler (1989), stratégie et structure sont en interaction dans un environnement plus général (cf. préface à l'édition de 1989 de *Stratégie et structures de l'entreprise*). Il n'affirme pas l'inexistence d'une contrainte exercée par la structure sur la stratégie, mais met simplement en avant que lors de la mise en œuvre d'une nouvelle stratégie (qui peut être contrainte par la structure existante) des ajustements sont très souvent nécessaires et mis en place après que la stratégie ait été définie.

Ainsi, à partir de 1960, Chandler relève l'apparition « d'une variante importante de l'entreprise multidivisionnelle diversifiée : le conglomérat » (cf. Chandler, 1988, chap. 14, section 6). A la différence des entreprises diversifiées de l'entre-deux-guerres, où la croissance et la diversification se faisaient sur ressources propres en fonction d'un avantage concurrentiel, les conglomérats se sont formés en acquérant des unités existantes qui, de plus, n'avaient souvent aucun lien de technologie ou de marché entre elles. En France, la diversification peut aussi s'analyser dans une perspective historique à la manière de Chandler. La naissance de quelques grandes entreprises (ou groupes) françaises remonte au colbertisme, dans une période antérieure à celle étudiée par Chandler<sup>1</sup>. Sans remonter aussi loin, la diversification est aussi apparue au début du 20<sup>ème</sup> en France et a initié à l'époque un débat, maintenant classique, sur la cohérence des groupes ou entreprises françaises (Braudel et Labrousse, 1982, p. 1162). Nous nous limiterons à étudier le phénomène de diversification à partir de la période souvent retenue comme celle de sa généralisation : les années 60 (cf. section 3). La concentration qui s'opère en France à cette époque présente quelques traits communs avec la formation des conglomérats décrite par Chandler.

Retenir en un même ensemble intégration et adjonction de nouveaux produits ne suffit pas à définir précisément le concept de diversification et/ou d'entreprise diversifiée. Nous tentons de définir ces termes dans la prochaine sous-section.

## **1.2 Définition de la diversification**

En première approche, la diversification consiste dans le développement, par une même entreprise, de plusieurs produits différents. Apparemment simple, cette définition est en réalité ambiguë. Elle reporte la définition de la diversification sur celles des dimensions selon lesquelles les différences entre produits sont évaluées.

Deux éléments sont généralement retenus pour ce faire : celui lié au processus de production (matières premières, technologies) et celui lié au processus de vente (clients, réseaux commerciaux). Une entreprise sera d'autant plus diversifiée que ses produits sont

---

<sup>1</sup> Nous pouvons citer, entre autres, Saint-Gobain.

éloignés du point de vue de leur base productive et/ou de leur base commerciale.

L'ampleur de la diversification dépend donc des conceptions possibles de ces diverses bases. Ces conceptions sont évolutives : des produits appartenant à des bases productives ou commerciales différentes à une époque évoluent et peuvent se rencontrer. Une entreprise présente dans la production de diversissements et l'informatique aurait été considérée comme diversifiée 20 ans auparavant, elle serait aujourd'hui considérée comme opérant dans le secteur aux frontières encore floues du multimédia. La diversité des activités et produits d'une entreprise doit donc s'apprécier relativement à son époque, et relativement aux marchés visés.

Ces précisions étant faites, nous pouvons distinguer, à l'instar de ce que propose Morvan (1997), deux cas de diversification : la diversification mineure et la diversification majeure. La première se rapproche de la diversification dite concentrique. L'entreprise se développe en restant soit à l'intérieur de sa base commerciale (et en sortant de sa base productive), soit à l'intérieur de sa base productive et en cherchant un accroissement de ses marchés. La diversification est alors perçue comme liée aux activités ou marchés de l'entreprise. La diversification majeure concerne les entreprises qui s'aventurent dans des marchés encore inexplorés et qui apparaissent, au moins lors de ce mouvement stratégique, comme plus diversifiées, ou, qui entrent dans des secteurs pour lesquels aucun lien technique ou de marché ne peut être trouvé avec ses anciennes activités. Nous retrouvons dans cette diversification le développement congloméral décrit par Chandler (1988, 1989). Ce second cas de diversification reçoit le qualificatif de « non lié ».

Le caractère lié ou non de la diversification se réfère à sa nature. Des distinctions plus fines peuvent être réalisées en se fondant sur les liens qu'entretiennent entre eux les produits ou activités de l'entreprise. Quelles que soient les distinctions opérées entre différents types de diversification, le problème fondamental dans l'étude du phénomène concerne la définition des bases productives et commerciales de l'entreprise. Cette définition peut être propre à l'observateur ou se fonder sur les référentiels qu'offrent les nomenclatures d'activités ou de produits. Cette distinction entre approche subjective et « objective » de la diversification renvoie au problème de sa mesure, et sera traitée dans la prochaine section.

Deux remarques s'imposent pour la suite de notre travail. La diversification désigne en

toute rigueur un mode de développement et non un état de l'entreprise à un moment donné. Aussi devrions nous distinguer le « niveau de diversification », apprécié à un moment donné, que nous désignerons par le terme de diversité, et la diversification qui fait référence à une opération de croissance interne ou externe. En fait, nous ne respecterons pas scrupuleusement cette distinction dans la première partie : « une diversification » désignera l'opération par laquelle l'entreprise se diversifie, tandis que « la diversification de l'entreprise » fera référence à sa diversité. La diversification est parfois distinguée suivant qu'elle se fait « à l'international » ou sur le marché domestique. Nous ne faisons pas cette distinction et ne considérons la diversification qu'en fonction du couple produit/marché.

## **SECTION 2 : La mesure de la diversification**

La diversification, à travers son impact sur la performance et/ou sur les structures de marché principalement, a fait l'objet d'études dans des champs de recherche variés. Aux différentes conceptualisations et définitions de la diversification employées correspondent différentes mesures. Cette variété de définitions et d'opérationnalisations conduit à des différences d'approche entre les disciplines mais aussi au sein de chaque discipline. D'une manière générale, l'économie industrielle privilégie les mesures indicielles, objectives de la diversification, le management stratégique se fonde sur une approche catégorielle plus subjective. Les études plus financières ont recours, suivant leur objet, à l'un ou à l'autre type de mesures tout en restant le plus souvent « objectives ». Une représentation de la multitude des mesures utilisées est donnée, à partir de Ramanujam et Varadarajan (1989)<sup>1</sup>, à travers la figure 1.

L'objet de cette section n'est pas de faire un recensement exhaustif des différentes

---

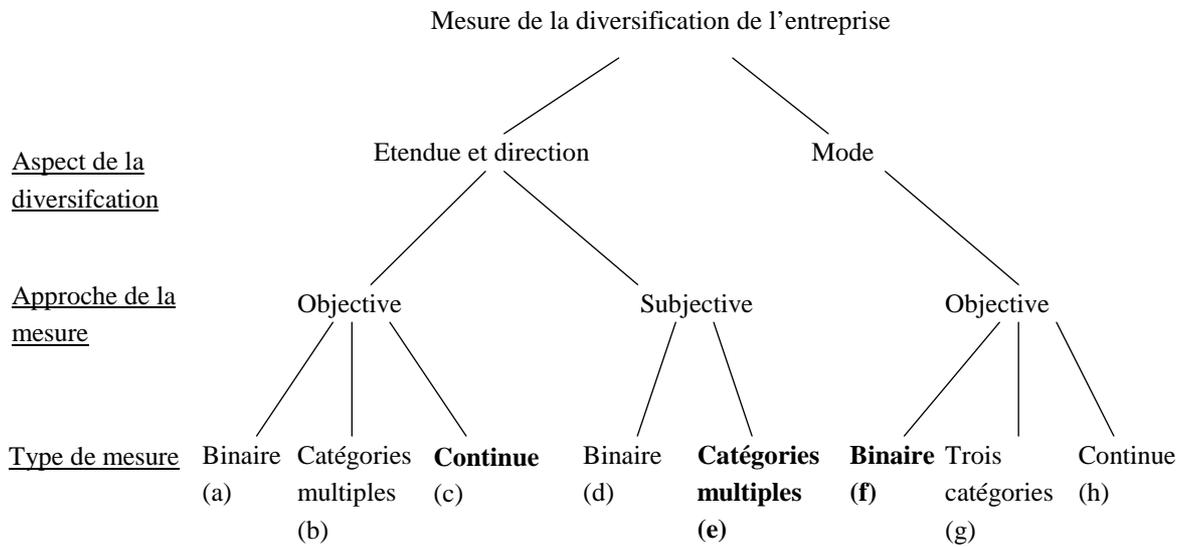
<sup>1</sup>V. Ramanujam, P. Varadarajan, « Research on corporate diversification : a synthesis », Strategic management journal, Vol. 10, p. 523-551, 1989.

mesures utilisées<sup>1</sup>, mais de présenter la logique de construction, les avantages et limites des grands types de mesures. Pour cela, nous distinguerons les mesures catégorielles et les mesures indicielles (continues). Nous discuterons ensuite de l'adéquation de ces mesures à l'objet de notre recherche.

---

<sup>1</sup> En particulier, nous n'aborderons pas les mesures de diversification qui ont été développées dans le cadre de test d'une hypothèse spécifique. Il est ainsi des mesures financières qui se fondent sur le risque des entreprises ou sur la corrélation entre les risques d'entreprises pour apprécier la diversification. Certaines de ces mesures seront néanmoins évoquées dans les deux derniers chapitres consacrés aux tests empiriques.

Figure 1 : Exemples de mesures de diversification utilisées



En gras figurent les mesures les plus utilisées. Les lettres entre parenthèses renvoient aux exemples du tableau ci-dessous.

Type de mesure	Exemples d'études
(a)	Acquisitions conglomerales vs. acquisitions non conglomerales (Beattie, 1980; Singh et Montgomery 1987))
(b)	niveaux de diversification « large » et « étroit » (Varadarajan, 1986)
(c)	Indice d'Herfindahl et d'entropie (Jacquemin et Berry, 1979 ; Batsch, 1992)
(d)	Diversité des produits et diversité des marchés (Ward, 1976)
(e)	Mesures catégorielles de liens entre activités (Rumelt, 1974, 1982 ; Louitri, 1984)
(f)	diversification interne vs. diversification interne (Pitts, 1977)
(g)	Croissance interne, croissance par acquisitions, mode mixte (Lamont et Anderson, 1985)
(h)	Ratio de diversification par acquisition (Pitts, 1978)

Sources : Ramanujam et Varadarajan (1989), nous avons cependant ajouté à leur présentation des exemples d'études françaises.

## 2.1 Les mesures catégorielles de la diversification

### 2.1.1 Les outils d'analyse

Ces mesures sont surtout utilisées par les stratèges. Ces derniers conçoivent en effet la diversification comme un processus discontinu ,caractérisé par une variété de stratégies.

Wrigley (1970) propose le premier une typologie des stratégies de croissance, élaborée à partir de l'observation de grandes sociétés américaines. Rumelt (1974,1982) a ensuite étoffé cette approche, sa classification fait encore référence et a été reprise dans un nombre impressionnant d'études.

Wrigley (1970) fonde sa classification sur le ratio de spécialisation (Rs) qui représente le pourcentage de ventes annuelles que réalise l'entreprise dans son principal domaine d'activité. Selon que ce ratio est supérieur ou égal à 95%, compris entre 70% et 95%, ou inférieur à 70%, l'entreprise est dite à produit unique, à produit dominant ou à produits diversifiés. Cette dernière classe est divisée en deux selon que les activités sont liées par des liens technologiques ou de marché ; si c'est le cas la diversification est dite liée, sinon la diversification est déclarée non liée.

Rumelt (1974), s'inspirant des travaux de Wrigley (1970), tente d'en pallier les principales faiblesses. Wrigley (1970) raisonne beaucoup plus en terme de produits qu'en terme d'activités, Rumelt (1974) propose de raisonner sur ce qu'il nomme les « activités discrètes » de l'entreprise. Par ailleurs, la classification de Wrigley ne repose que sur le ratio de spécialisation qui ne permet pas d'appréhender la proximité des activités de l'entreprise ; Rumelt (1974) définit d'autres ratios visant à combler cette lacune.

Une « activité discrète » est une activité qui peut être gérée indépendamment des autres. Cette définition donne aux frontières des activités discrètes un caractère assez flou. Rumelt (1974) propose de les préciser en étudiant l'effet de la suppression ou de l'ajout d'un produit ou d'un ensemble de produits sur les différentes activités de l'entreprise. Si l'ajout ou la suppression d'un produit a des conséquences sensibles prévisibles (prix, quantités) sur d'autres produits, ils doivent être considérés comme appartenant à la même activité, sinon plusieurs activités discrètes coexistent.

La classification de Rumelt (1974) repose ensuite sur la définition de 3 ratios :

- *Le ratio de spécialisation (RS)*, repris de Wrigley, mais adapté à la notion d'activité discrète. Il correspond à la part du chiffre d'affaires réalisé par la plus grande activité

discrète de l'entreprise.

- *Le ratio de liaison (RL)* représente la contribution au chiffre d'affaires du groupe d'activités liées le plus important. La définition du caractère lié se fait en fonction de l'existence de l'exploitation commune par des activités discrètes de facteurs de production (services communs, services de vente groupés...).

- *Le ratio d'intégration vertical (RV)*, qui représente la part de chiffre d'affaires réalisée par les matières premières, produits intermédiaires et biens finaux résultant d'un même processus de fabrication.

La classification se fait en fonction de la valeur de ces différents ratios par rapport à des valeurs critiques définies par Rumelt (1974). Notons que d'autres critères résultant de l'appréciation du chercheur, après calcul des différents ratios, servent à classer les firmes. L'ensemble des règles de décision est repris dans le tableau 1.

Notons que le seuil critique de 70%, central dans la classification de Wrigley (1970) et de Rumelt (1974, 1982), est issu de l'observation de la distribution de fréquence des entreprises selon les ratios. Ce seuil est apparu discriminant compte-tenu de la distribution bimodale des entreprises américaines autour de 60% et de 80% pour RS.

Tableau 1 : Typologie des diversifications selon Rumelt (1974)

CATEGORIE	CRITERES			
	RS	RV	RL	AUTRES
Activité unique	$\geq 0,95$	-	-	-
Activité dominante verticale	$< 0,95$	$\geq 0,7$	-	-
Activité dominante non reliée	$\geq 0,7$ et $< 0,95$	$< 0,7$	$< 0,5(RS+1)$	-
Activité dominante contrainte	$< 0,7$	$< 0,7$	$> 0,5(RS+1)$	Diversification construite sur quelques forces centrales
Activités dominantes liées	$< 0,7$	$< 0,7$	$> 0,5(RS+1)$	Diversification sur « un ensemble de forces »
Diversification contrainte	$< 0,7$	$< 0,7$	$\geq 0,7$	Diversification construite sur quelques forces centrales
Diversification liée	$< 0,7$	$< 0,7$	$\geq 0,7$	diversification construite sur un ensemble de forces
Diversification non liée « passive »	$< 0,7$	$< 0,7$	$< 0,7$	-
Conglomérats	$< 0,7$	$< 0,7$	$< 0,7$	(a) au moins 10% de progression du revenu sur les cinq dernières années ou (b) au moins cinq acquisitions sur les cinq dernières années ou (c) émission d'actions sur les cinq dernières années d'un montant supérieur à celui des dividendes ordinaires

RS : Ratio de spécialisation ; la proportion du chiffre d'affaires de l'entreprise issue de son activité « discrète » principale

RV : Ratio d'intégration verticale ; la proportion du chiffre d'affaires de l'entreprise provenant de toutes les productions de matières premières, produits intermédiaires et produits finals intégrés dans une chaîne verticale

RL : Ratio de liaison ; part du chiffre d'affaires de l'entreprise attribuable à l'ensemble des activités de la firme partageant des ressources (fonctionnelles, technologiques...) communes.

Source : Krishna Palepu (1985)

La classification initiale de Rumelt (1974) distinguait donc neuf catégories stratégiques. Dans une publication ultérieure visant à conforter la portée de ses résultats<sup>1</sup>, Rumelt (1982) ne distingue plus que sept catégories stratégiques. En plus des trois ratios (RS, RV, RL) de sa première étude, il introduit alors un ratio de « liaison centrale » ou « ratio de connexité centrale » (Louitri, 1984) (traduction de « related-core ratio ») défini comme la part du chiffre d'affaires réalisée par des activités fondées sur une même compétence de base<sup>2</sup>. La classification obtenue n'est guère différente de la précédente. Les catégories « dominante liée » et « dominante non liée » ont été rassemblées en un même ensemble, les deux dernières catégories du tableau précédent ont aussi été fusionnées. Les sept catégories sont reprises dans le tableau 2.

Les classifications de Rumelt (1974, 1982) permettent de porter un jugement sur le niveau (plus ou moins grand) de la diversification des entreprises. En effet, mis à part la stratégie d'intégration verticale, on peut classer les entreprises par ordre croissant de diversification suivant les qualificatifs des types de diversification : le tableau 2 suit cet ordonnancement. Il est alors possible d'observer la direction stratégique des entreprises (augmentation ou diminution du niveau de diversification) au cours du temps. Cette typologie a donc été reprise lors de nombreuses études ultérieures<sup>3</sup>. Dans le cadre français par exemple, Louitri (1984) adopte une typologie en cinq classes fondée sur les ratios (RS, RV, RL) définis par Rumelt (1974) ; Maurer (1998)<sup>4</sup> distingue 6 types de stratégies en s'inspirant du même cadre.

---

<sup>1</sup>Christensen et Montgomery (1981) et Montgomery (1979, 1982) ont en particulier mis en cause la réalité du lien stratégie/performance observé par Rumelt (1974), arguant que des variables de structures industrielles (caractéristiques du secteur principal de la firme) non prises en compte dans l'étude originelle pouvaient en modifier substantiellement les conclusions. La seconde étude de Rumelt (1982) constitue une réponse à ces critiques.

<sup>2</sup>Nous verrons plus loin que l'introduction de cette notion de « compétence de fond » est en phase avec le discours stratégique des années 80 où la notion de compétence centrale (« core competence ») renouvelle l'image de la diversité des activités des entreprises.

<sup>3</sup>Par exemple Bettis (1981), Bettis et Hall (1982), Bettis et Mahajan (1985), Bettis, Hall et Prahalad (1978), Montgomery (1979)...

<sup>4</sup>Frantz Maurer, *Stratégies de diversification, performance de la firme et cycles boursiers, le cas des firmes industrielles françaises cotées au règlement mensuel*, Thèse de Sciences de Gestion, Université Montesquieu-Bordeaux IV, janvier 1998.

Tableau 2 : Typologie des diversifications selon Rumelt (1982)

CATEGORIE	CRITERES			
	RS	RV	RL	RC
Activité unique	≥0,95			
Activité dominante verticale		≥0,7		
Activité dominante contrainte	>0,7 et <0,95			>0,5(RS+RL)
Activités dominantes liées et non liées	>0,7 et <0,95			<0,5(RS+RL)
Diversification contrainte	<0,7		>0,7	>0,5(RS+RL)
Diversification liée	<0,7		>0,7	<0,5(RS+RL)
Diversification non liée			<0,7	

RS : Ratio de spécialisation ; la proportion du chiffre d'affaires de l'entreprise issue de son activité « discrète » principale

RV : Ratio d'intégration verticale ; la proportion du chiffre d'affaires de l'entreprise provenant de toutes les productions de matières premières, produits intermédiaires et produits finals intégrés dans une chaîne verticale

RL : Ratio de liaison ; part du chiffre d'affaires de l'entreprise attribuable à l'ensemble des activités de la firme partageant des ressources (fonctionnelles, technologiques...) communes.

RC : Ratio de compétence ou de connexité centrale, part du chiffre d'affaires réalisé par l'ensemble d'activités le plus important fondé sur des « compétences, forces ou ressources communes ». Il va de soi que ce ratio est proche, mais un peu plus large que RL. Comme le note Rumelt, on a donc forcément  $RS < RV \leq RC \leq RL$ .

Source : Rumelt (1982)

D'autres typologies, moins employées, ont cependant été proposées (cf. exemples (d) et (e) du tableau de la figure 1). Nous ne les présenterons pas en détail. Il convient cependant de signaler que l'ensemble de ces typologies, adaptées à l'étude de l'évolution stratégique des firmes, ne sont plus adéquates lorsqu'il s'agit de porter un jugement sur une opération stratégique particulière. Les études portant sur les opérations de croissance externe ont donc recours à leurs propres typologies. Dans le cadre des mesures catégorielles, la qualification

des opérations d'acquisitions vise essentiellement à apprécier la nature de l'opération (i.e. son caractère d'acquisition liée ou non liée aux produits existants) et peu le type ou l'étendue de la diversification entreprise. La classification opérée par la FTC (Federal Trade Commission) sert de base à la majorité des études américaines<sup>1</sup>. La FTC distingue cinq types d'acquisitions. Les fusions ou acquisitions sont dites « horizontales » si les firmes parties à l'opération opèrent principalement dans les mêmes marchés avec des produits semblables. Les opérations « verticales » impliquent des firmes ayant une relation potentielle acheteur-vendeur avant l'opération. Les firmes impliquées dans des acquisitions « extension de produits » peuvent partager des liens fonctionnels dans le domaine de la production ou de la commercialisation. Les opérations « d'extension de marché » sont entreprises par des firmes produisant les mêmes produits mais les commercialisant dans différents marchés géographiques. Enfin, les « acquisitions non liées » concernent les firmes qui ne répondent à aucun critère défini auparavant, les firmes en présence ne présentent aucun lien du point de vue de leur produit/marché. Il convient cependant de noter que les études citées (cf. note de bas de page) opèrent souvent des agrégations de ces 5 catégories en 2,3, voire 4 classes. Un autre type de classification souvent opéré au niveau des acquisitions consiste à rapprocher le code SIC principal (Standard Industrial Classification) à 2 ou 4 chiffres de l'acquéreur et de la cible. S'ils sont identiques, signalant que les deux firmes produisent principalement des produits comparables, l'acquisition est déclarée « liée » (exemples : Anand et Singh (1997) ; Kaplan et Weisbach (1992) se fondent sur la classification SIC mais avec une procédure élargissant le champ des acquisitions dites liées).

Enfin, d'autres procédures, moins courantes mais assez proches peuvent être signalées. Pour Salter et Weinhold (1979, 1981) suivis par Singh et Montgomery (1987), les acquisitions sont qualifiées de liées si elles partagent au moins l'une des caractéristiques suivantes : des technologies de production similaires, des champs de recherche et développement similaires ou des produits ou marchés similaires. Seth (1990) base sa typologie sur trois grands types de secteurs industriels distingués par Porter (1976). Au niveau des études d'acquisitions réalisées

---

<sup>1</sup>Cas , par exemple, des études de Chatterjee (1986), Choi et Philippatos (1983), Elgers et Clark (1980), Lubatkin (1987), Singh et Montgomery (1987), Wansley et al. (1983), Seth (1990).

sur le marché français, seul Allouche (1981) nous semble avoir étudié de façon approfondie le type stratégique « d'acquisition »<sup>1</sup>. La classification par type des opérations se fait alors en référence à la nomenclature NAE (puis NAF) à 2 chiffres.

La multiplication des exemples apporte peu, mais le principe mérite discussion. En effet, les classifications catégorielles reposent sur la définition préalable par le chercheur de critères jugés pertinents. Ces critères seront des ratios et des seuils critiques (issus ou non de l'observation de distribution de fréquence) pour Wrigley (1970), Rumelt (1974) et leurs successeurs. Ces mesures font donc appel, de façon plus ou moins large, au jugement du chercheur. Cette « subjectivité » répond à un souci légitime des chercheurs mais présente aussi des inconvénients.

### **2.1.2 Intérêts et limites des approches catégorielles**

La création de typologies stratégiques constitue à l'origine une réponse aux mesures de la diversité des entreprises relativement pauvres utilisées dans les premières études sur le lien diversification/performance (Gort (1962), Arnould (1969)). Il s'agit de ne pas prendre en compte la diversité des activités de l'entreprise seulement à partir du nombre de secteurs où elle intervient, mais d'étudier plus précisément les liens qu'entretiennent entre elles les activités.

La nature de la diversification, c'est-à-dire le caractère lié ou non des activités, est au centre de ces classifications. La prise en compte de ce caractère est un apport non négligeable des typologies proposées. Cependant, elles présentent en contrepartie la faiblesse de reposer sur le jugement du chercheur. Ceci devient un problème lorsqu'un nouveau chercheur, grâce à une nouvelle méthodologie ou sur une période différente, cherche à répliquer des études fondées sur ces classifications. Il subsiste en effet toujours le risque qu'une même entreprise soit classée différemment suivant le point de vue développé par le chercheur. Ce risque naît en

---

<sup>1</sup>Le terme d'acquisition reste vague, Allouche (1981) s'intéresse en réalité aux opérations de croissance externe : Absorption de filiales, apports partiels, absorptions et fusions entre entreprises françaises dont au moins une est cotée sur la place parisienne ou une bourse de province, les offres publiques et négociations de blocs de contrôle ne sont pas prises en compte(cf. section suivante).

particulier de la diversité de sens que peuvent recouvrir les notions de « ressources partagées » (par exemple pour le calcul du ratio RL de Rumelt, 1974) ou de « compétences centrales » (par exemple pour le calcul du ratio RC de Rumelt, 1982). On peut ainsi émettre l'hypothèse que suivant les périodes, le discours stratégique des rapports annuels s'adapte au contexte. Les rapports de gestion des années 80 auraient pu, sous la pression des « stratégies de recentrage »<sup>1</sup>, mettre en avant les liens existant entre les différentes activités, leur complémentarité, et ainsi biaiser vers une plus grande liaison entre les activités le jugement du chercheur. La plupart des chercheurs ne reportent pas les difficultés auxquelles conduit nécessairement ce flou dans la définition des ratios. Certains prennent cependant la précaution de noter que leur classification a été soumise au jugement de plusieurs personnes (voir par exemple Grant et al. (1988) dans leur annexe). Autrement dit, la possibilité de validation par « réplication » des études fondées sur des classifications catégorielles se trouve limitée par leur subjectivité.

Par ailleurs, les critères de classifications initialement établis, en particulier la valeur critique des différents ratios, reposent sur l'observation de la distribution de fréquence de ces ratios de l'échantillon étudié. Les valeurs critiques ont été choisies autour de pourcentage qui discriminaient au mieux l'échantillon en deux sous-échantillons. Ces critères, bien que subjectifs reposent alors sur un « comportement » observé dans l'échantillon. Dès lors, un nouveau problème se pose : les études ultérieures, sur des échantillons ou des périodes différentes, doivent-elles adopter ces mêmes valeurs critiques ou des valeurs issues de l'observation du nouvel échantillon étudié ? Pour rester cohérent, le chercheur devrait normalement s'assurer de la pertinence des valeurs critiques préalablement définies (ex : RS=70%... °) sur son échantillon. Ses résultats seraient alors conformes à l'esprit qui animait les recherches initiales. Malheureusement, de nombreuses études ne précisent pas si ces précautions ont été prises ; les valeurs critiques sont reprises telles quelles. Les chercheurs qui ont utilisé le cadre de Wrigley (1970) sur le marché européen par exemple (Dyas et Thanheiser (1975), Channon (1973), Pavan (1972)) ne discutent pas la distribution des ratios

---

<sup>1</sup>Nous évoquerons plus loin le discours stratégique par période (années 1960-70 puis années 80), en première approximation nous définirons le « recentrage » par opposition à la vague de diversification qui a eu lieu dans les décennies 60 et 70.

de spécialisation en vue d'évaluer une adéquation au modèle originel<sup>1</sup>. Cette non-vérification entache d'arbitraire ces classifications.

La dernière limite des typologies tient à la lourdeur de la procédure de classification et à la quantité d'informations qu'elle nécessite. En effet, la classification d'une entreprise repose au minimum sur l'étude de ses rapports annuels de gestion. La variété des présentations adoptées dans ces documents rend leur utilisation délicate. Ainsi certaines entreprises ou groupes vont se concentrer sur la présentation de chacune des filiales (ou établissement) et (parfois) de leurs activités, d'autres vont développer une approche plus globale de l'entreprise, mais en adoptant des classifications par secteur ou par activité différente<sup>2</sup>.

En résumé, les mesures catégorielles s'avèrent a priori pertinentes dans le cadre d'études stratégiques, en particulier parce qu'elles se proposent de prendre en compte la proximité (latérale, parfois verticale) des activités de l'entreprise. Mais elles souffrent d'être entachées d'arbitraire, de ne pas pouvoir conduire à une observation objective permettant la réplique des études dans des cadres différents. Elles nécessitent en outre un important travail de collecte puis de traitement d'informations sur l'entreprise. Les mesures continues de la diversification, le plus souvent fondées sur des nomenclatures officielles et offrant l'accès à des bases de données déjà constituées pallient en partie ces limites.

## **2.2 Les mesures indicielles (continues) de la diversification**

Ces mesures sont issues principalement de l'économie industrielle. Aux mesures rudimentaires de la concentration d'un système que constitue, par exemple, la part du premier élément dans un ensemble d'éléments se sont adjointes des mesures plus élaborées qui ont pu être reprises dans le domaine de la recherche stratégique et financière. Parmi ces mesures,

---

<sup>1</sup>Louitri (1984) remarque cependant que le seuil de 70% choisi pour le ratio de spécialisation se révèle pertinent dans le cas des grandes firmes françaises en 1970.

<sup>2</sup>Le plus souvent, le report des activités se fait en fonction de famille de produits, mais quelquefois ne figurent que les marchés de destination de ces produits (détail, gros, international) ou, pire, un « mix » marchés de destination/produits (exemple : activité a, activité b, ..., Brésil...).

deux principalement sont couramment utilisées : l'indice d'Herfindahl et l'indice d'entropie. Nous présentons successivement ces deux mesures, puis nous étudierons les propriétés spécifiques de l'indice d'entropie avant de conclure en comparant avantages et inconvénients de ces indices par rapport aux mesures catégorielles.

### 2.2.1 Les indices d'Herfindahl et d'entropie

L'indice d'Herfindahl (H)<sup>1</sup>, mesure de concentration, se définit ainsi :

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

où  $P_i$  représente l'importance du  $i$ ème élément dans un ensemble de  $n$  éléments. Appliqué aux entreprises, l'importance du secteur ou de l'activité  $i$  est souvent exprimée en terme de chiffre d'affaires.  $P_i$  représente ainsi la part du chiffre d'affaires de l'activité  $i$  dans le chiffre d'affaires total de l'entreprise. D'autres indicateurs que le chiffre d'affaires peuvent être utilisés (résultat par secteur ou activité, actifs, effectif employé), cependant la répartition du chiffre d'affaires par activité ou secteur est la donnée la plus couramment disponible.

L'indice, tel qu'il est formulé, augmente avec la concentration du chiffre d'affaires dans un nombre réduit de secteur (spécialisation). Il est maximum et égal à 1 si l'entreprise réalise toute son activité dans un secteur ou une activité, il prend la valeur minimale  $1/n$  si l'entreprise répartit équitablement son activité entre ses  $n$  secteurs. On remarque que dans l'indice d'Herfindahl, le poids d'un secteur d'activité est pondéré par lui-même (carré des  $P_i$ ) ; ce choix amplifie le poids des éléments les plus importants. Par conséquent les secteurs peu importants ne se reflètent quasiment pas dans l'indice.

L'indice d'entropie (E), suggéré par Jacquemin (1975) pour mesurer la diversité d'un système, se définit ainsi :

---

<sup>1</sup> Cet indice doit son nom à Orris C. Herfindahl qui l'a utilisé pour mesurer la concentration dans l'industrie métallurgique aux Etats-Unis.

$$E = \sum_{i=1}^n P_i \cdot \ln\left(\frac{1}{P_i}\right)$$

n désigne de la même manière le nombre des activités de l'entreprise et  $P_i$  le poids relatif de chaque activité. Cet indice prend la valeur maximale  $E=\ln(n)$  lorsque l'entreprise répartit son chiffre d'affaires de façon égale entre les n industries où elle est présente ; il prend la valeur minimale 0 lorsque l'entreprise est active dans une seule industrie. L'indice d'entropie évolue donc en sens inverse de l'indice d'Herfindahl. Il augmente avec la diversité des activités de l'entreprise. Par ailleurs, l'utilisation des logarithmes pondère le poids relatif des secteurs d'activité importants, et fait de cet indice un outil bien adapté à la mesure de la diversité d'un système.

Le petit exemple suivant montre la différence de traitement attachée à chaque indice.

*Tableau 3 : Exemple de traitement de la diversité par les indices d'entropie et d'Herfindahl*

Secteurs d'activité	Période n			Période n+1		
	Pi	Herfindahl	Entropie	Pi	Herfindahl	Entropie
secteur 1	70%	0,49	0,25	60%	0,36	0,30
secteur 2	20%	0,04	0,32	40%	0,16	0,37
secteur 3	10%	0,01	0,23	-	-	-
Valeur indice		0,55	0,80		0,52	0,67

Le tableau précédent illustre le cas d'une entreprise qui, initialement active dans trois industries (période n), se retire du troisième secteur dans la période suivante. La valorisation par l'indice d'entropie des petits secteurs d'activité est patente à chaque période. Tandis que l'indice d'Herfindahl accorde au secteur 1 un poids 49 fois supérieur à celui du secteur 3 dans la première période, le rapport n'est que de 1 à 1,09 avec l'indice d'entropie. Ensuite, l'indice d'Herfindahl, en baisse à la seconde période, indique une moindre concentration de l'activité de l'entreprise (une moindre spécialisation) entre n et n+1. Or ceci n'est manifestement pas le

cas puisque l'entreprise se retire d'un secteur d'activité minoritaire. A l'inverse, l'indice d'entropie, grâce au poids qu'il accorde aux petits secteurs d'activité de l'entreprise, laisse transparaître l'évolution inverse (une baisse de cet indice correspondant à une moindre diversité) ; il reflète une évolution plus conforme au jugement que l'on peut porter sur l'évolution de la diversité des activités de cette entreprise. Il apparaît en résumé que l'indice d'entropie tend à amplifier la mesure de la diversité tandis que l'indice d'Herfindahl la réduit.

### **2.2.2 Propriétés de l'indice d'entropie**

Les indices d'entropie et d'Herfindahl donnent une mesure continue de la diversification, mais ne disent rien de la proximité des activités. Ainsi, suivant le niveau d'agrégation retenu pour définir les activités « discrètes » de l'entreprise, le niveau de l'indice calculé différera puisque la valeur de l'indice est sensible au nombre d'activités retenues. Afin d'éviter ce biais, les calculs d'indices se font souvent en référence à une nomenclature officielle. Le niveau d'agrégation des activités est alors indépendant de l'observation par le chercheur. En outre, les nomenclatures officielles proposent des niveaux successifs d'agrégation des activités. Chaque activité définie « au niveau 1 chiffre » englobe plusieurs activités « au niveau 2 chiffres » qui elles-mêmes rassemblent plusieurs activités d'un classement à chiffre supérieur. Pour autant que ces niveaux d'agrégation successifs permettent de définir partiellement la proximité des activités<sup>1</sup> (2 activités possédant le même code au niveau 3 chiffres sont plus proches que 2 activités possédant le même code au niveau 2 chiffres seulement), l'indice d'entropie possède une propriété de décomposition permettant la mise en évidence de cette proximité dans la valeur de l'indice. Plus précisément, l'indice d'entropie peut être décomposé en deux éléments additifs : la diversification interclasse (ou intersectorielle) et la diversification intra-classe (ou intra-sectorielle).

En suivant la terminologie et la présentation de Jacquemin (1975) qui, le premier, propose cette mesure de la diversification, la décomposition s'opère ainsi :

---

<sup>1</sup>La capacité des nomenclatures officielles d'activités à définir des activités discrètes et des niveaux de proximité est traitée dans le paragraphe suivant.

Soit une firme active dans  $n$  industries correspondant à un classement à 4 chiffres. Ces  $n$  industries peuvent être agrégées en  $S$  secteurs à 2 chiffres. Un secteur  $s$  regroupe donc plusieurs industries, et pour chacun on a :

$$P_s = \sum_{i \in s} P_i$$

où  $P_s$  représente la part du chiffre d'affaires réalisée par le secteur  $s$  dans le chiffre d'affaires total ;  $P_i$  la part du chiffre d'affaire réalisée par l'industrie  $i$  dans le chiffre d'affaires total.

La diversification (entropie) à l'intérieur du secteur  $s$  s'écrit selon la formule générale de l'indice :

$$(1) \quad E_s = \sum_{i \in s} \left( \frac{P_i}{P_s} \cdot \ln \frac{P_s}{P_i} \right)$$

La diversification totale à l'intérieur des  $S$  secteurs, pondérée par l'importance relative de ces secteurs, se définit par :

$$(2) \quad \sum_{s=1}^S P_s \cdot E_s$$

A partir de la formule générale de l'indice d'entropie, le processus de décomposition est le suivant.

La diversification globale de l'entreprise,  $E$  est égale à :

$$E = \sum_{s=1}^S \sum_{i \in s} P_i \cdot \ln \frac{1}{P_i}$$

$$\text{or } \ln \frac{1}{P_i} = \ln \frac{P_s}{P_i} + \ln \frac{1}{P_s}$$

D'où,

$$E = \sum_{s=1}^S \left[ \sum_{i \in s} \frac{P_s}{P_s} \cdot P_i \left( \ln \frac{P_s}{P_i} + \ln \frac{1}{P_s} \right) \right]$$

Soit,

$$E = \sum_{s=1}^S \left( \sum_{i \in s} \frac{P_s}{P_s} \cdot P_i \cdot \ln \frac{P_s}{P_i} \right) + \sum_{s=1}^S \left( \sum_{i \in s} \frac{P_s}{P_s} \cdot P_i \cdot \ln \frac{1}{P_s} \right)$$

A partir des équations (1) et (2), on peut alors réécrire l'équation précédente :

$$E = \sum_{s=1}^S P_s \cdot E_s + \sum_{s=1}^S \left( \sum_{i \in s} P_i \cdot \ln \frac{1}{P_s} \right)$$

ou encore :

$$(3) \quad E = \sum_{s=1}^S P_s \cdot E_s + \sum_{s=1}^S P_s \cdot \ln \frac{1}{P_s}$$

L'équation (3) décompose donc la diversification totale, telle qu'elle est mesurée au niveau des industries uniquement, en deux termes. Le dernier terme de cette équation correspond à la diversification qui est réalisée entre les secteurs (diversification intersectorielle). Il s'agit d'une diversification entre activités relativement « éloignées » (du point de vue de la nomenclature utilisée). Le premier terme à droite de l'équation (3) mesure quant à lui la diversification entre les industries composant chaque secteur (diversification intra sectorielle). La diversification mesurée est alors réalisée dans des activités « proches ».

Autrement dit, l'indice d'entropie permet de dissocier la diversification totale de l'entreprise entre une diversification dans des activités liées (du point de vue de la nomenclature de référence) et des activités moins liées<sup>1</sup>.

Cette propriété a été mise en œuvre assez rapidement dans des études empiriques. Dès

---

<sup>1</sup> L'indice d'Herfindahl ne peut être décomposé aussi facilement entre des éléments additifs qui définissent la contribution de la diversification à chaque niveau d'agrégation à la diversification totale.

1979, Jacquemin et Berry ont montré l'intérêt qu'elle présentait dans l'étude de l'impact de la diversification sur la croissance des entreprises<sup>1</sup>. Cette propriété a aussi été utilisée pour affiner davantage les mesures de diversification. Kim (1989) propose ainsi une extension de la mesure entropique au contexte international. La diversification totale (mesurée au niveau des industries autrement dit des secteurs d'activité à 4 chiffres) est alors décomposée en trois éléments : la diversification « non liée » correspondant exactement à la diversification intersectorielle présentée au dessus, la diversification « globale internationale » et la diversification « globale liée ». Nous ne détaillerons pas la procédure suivie à cet effet, la diversification géographique étant laissée de côté<sup>2</sup>.

### **2.2.3 Avantages et limites des mesures indicielles**

Les mesures indicielles donnent une mesure continue de la diversification. Ceci peut être utile lors de traitements statistiques comme nous le verrons dans la troisième partie de cette thèse. Mais aux yeux des stratèges ceci constituerait plutôt un inconvénient puisqu'ils caractérisent souvent la diversification comme un processus discontinu s'inscrivant dans des stratégies distinctes.

L'avantage principal des mesures indicielles de la diversification par rapport aux mesures catégorielles réside donc dans leur objectivité. Elles reposent sur une nomenclature officielle indépendante de l'observation par le chercheur. L'apparente simplicité du recours à des bases de données déjà constituées doit cependant nous inciter à la prudence.

La mesure entropique peut en outre être décomposée en une diversification dans des activités proches et une diversification dans des activités moins proches. Cette propriété peut laisser penser que l'indice d'entropie permet de saisir les liens entre activités, mais le schéma de liaison repose uniquement sur le système de classification, en partie contestable, de la

---

<sup>1</sup> En particulier l'utilisation de l'indice d'entropie et de sa propriété de décomposition a montré que la diversification intersectorielle aussi bien que la diversification intra sectorielle avait un impact positif sur la croissance des entreprises américaines entre 1960 et 1965, renversant les conclusions d'une étude précédente où seule la diversification intra sectorielle semblait exercer un effet significatif.

<sup>2</sup> Une présentation en français de cette mesure est réalisée par Maurer (1998).

nomenclature.

Ces limites imposent de prendre des précautions mais ne disqualifient pas les mesures indicielles.

### ***2.2.3.1 Nomenclatures officielles et liens entre activités***

Les nomenclatures officielles sont nombreuses. En France, à la nomenclature des activités économiques (NAE) a succédé en 1973 la nomenclature des activités et produits (NAP 73), elle-même remplacée depuis 1993 par la NAF (Nomenclature des activités françaises). Ce renouvellement périodique vise à rester le plus proche possible de la réalité du paysage industriel français. Cette nomenclature n'est pas la plus souvent utilisée, d'une part parce qu'elle est nationale, d'autre part parce que l'INSEE n'autorise pas un accès facile à ses données. Les recherches ont donc souvent recours à une nomenclature plus internationale : la SIC (Standard Industrial Classification). Malgré cette diversité, les nomenclatures suivent des procédures de classification proches<sup>1</sup>. Il s'agit dans tous les cas, à partir de l'observation d'associations d'activités et de produits au sein des entreprises, de proposer un regroupement plus ou moins fin des activités. On constate que le regroupement se fait autant à partir de l'observation des productions et des échanges (qui concernent les produits) qu'à partir des données relatives aux facteurs de production utilisés (qui déterminent plus les activités). L'essentiel est de retenir que la classification s'opère en fonction des liens observés entre activité au niveau des entreprises et non en référence à une nomenclature immuable fondée sur des caractéristiques (techniques ou commerciales) des produits. Ceci conduit par exemple la NAP 73 et la SIC à regrouper (au niveau 2 chiffres) dans une même classe la fabrication d'articles en verre et en céramiques (Saint-Gobain en particulier opère dans ces deux secteurs). La distinction entre ces deux activités n'est réalisée qu'à un niveau plus fin.

On retiendra donc que le grief, souvent fait aux mesures de diversification fondées sur

---

<sup>1</sup> La NAF s'emboîte parfaitement dans la NACE (nomenclature des activités européennes), cette dernière s'emboîtant aussi directement dans la SIC (nomenclature internationale aussi dénommée CITI). Les nomenclatures sont donc dorénavant « gigognes », seul le degré de détail change (Sources : Journal Officiel, rapport sur les nomenclatures, 1994, disponible auprès de l'INSEE).

des nomenclatures, de ne pas tenir compte des liens entre activités doit être nuancé. Certes la proximité des activités exercées n'est pas réalisée aussi finement que lors d'une analyse de type catégorielle (l'intégration verticale, la présence de « compétences centrales » ne sont pas explicitement prises en compte). Mais les nomenclatures tiennent en partie compte du regroupement des activités souvent constaté dans les entreprises pour affecter des codes à ces mêmes activités. Autrement dit la proximité des activités est définie par l'observation empirique du regroupement de ces activités plus que par une analyse technique ou théorique.

Reste qu'une nomenclature doit être périodiquement révisée pour tenir compte des variations dans le paysage industriel : suivant les périodes, les changements technologiques, les activités regroupées au sein de grandes firmes ne seront plus les mêmes. Par ailleurs, quelles que soient les règles qui dictent au spécialiste l'attribution d'un code à une activité, sa subjectivité intervient toujours plus ou moins. Ceci peut constituer une limite à l'objectivité de la mesure de la diversification opérée à partir d'une nomenclature.

### ***2.2.3.2 Nomenclatures et mesures indicielles de la diversification***

Même si le travail « amont » d'attribution de codes prédéfinis aux activités de l'entreprise est réalisé par une personne indépendante du chercheur, il n'en reste pas moins qu'une part de subjectivité subsiste au niveau de ce travail amont<sup>1</sup>. Chaque base de données offrant ces informations possède en effet son équipe de spécialistes qui réalisent la classification. De légères différences de traitement de l'information suivant les équipes peuvent provoquer des variations dans l'attribution de code. Il est aussi possible qu'à un niveau fin, des activités soient classées différemment si les spécialistes ne suivent pas les mêmes sociétés d'année en année. Cette incertitude sur les procédures utilisées remet en partie en cause le caractère objectif prêté aux mesures de la diversification fondée sur des nomenclatures. Il ne faut cependant pas exagérer le biais que peuvent entraîner ces problèmes. Deux chercheurs disposant du schéma de diversification d'une firme, via les codes SIC,

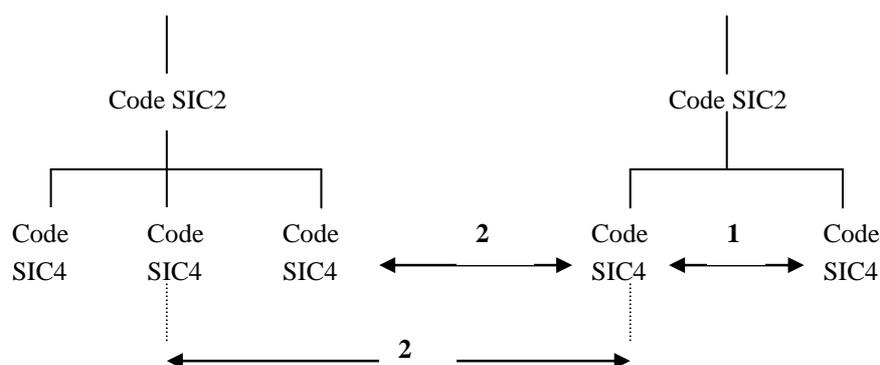
---

<sup>1</sup> Il est difficile de définir avec précision comment une nomenclature est établie (cf. journal officiel de 1986 pour la NAP 73 et le journal officiel de 1994 pour la NAF). Il est aussi difficile d'obtenir une formalisation de la procédure suivie par les « spécialistes » qui réalisent la répartition du chiffre d'affaires entre activité. Pour notre base de données, DATASTREAM, tout au plus connaît-on les sources d'informations utilisées par ces derniers (rapports annuels).

aboutiront à des mesures indicielles identiques ou, au pire, similaires (en fonction de la base de données utilisée). En ce sens les mesures indicielles sont répliquables.

Une limite plus sérieuse de ces mesures est liée à leur prise en compte rudimentaire du schéma de liaison entre les activités de l'entreprise. Comme le note Rumelt (1982), une hypothèse implicite d'égalité des distances entre SIC code adjacents est posée. On considère ainsi que les activités appartenant à un même secteur au niveau 2 chiffres de la classification sont également distantes et forcément plus proches que des activités n'appartenant pas au même code à deux chiffres. Cette hypothèse est représentée schématiquement sur la figure 2.

Figure 2 : Distance entre codes SIC



Or, compte-tenu des principes de construction des nomenclatures, fondés en partie sur l'observation des regroupements d'activités dans les entreprises, il est probable que deux activités appartenant au même secteur à 2 chiffres sont plus proches que deux activités de secteurs différents, mais on ne peut prétendre qu'elles le sont forcément. Dans la différenciation qu'opère l'indice d'entropie entre diversification liée et diversification non liée ceci peut poser problème. On suppose alors que les distances entre deux activités appartenant à la même classe SIC à deux chiffres (flèche 1) sont à peu près égales, et inférieures à la distance entre deux activités ne partageant pas le même code SIC à deux chiffres (flèche 2). Ceci est bien évidemment contestable, suivant le point de vue où l'on se place (caractéristiques des produits, caractéristiques des marchés de destination, compétences et technologie mise en œuvre dans le processus de production...) la distance entre deux activités

intégrées au sein d'une classification sera variable.

Il faut donc se méfier du sens que l'on accorde aux notions de diversification liée et non liée avec la mesure entropique. Le caractère lié repose sur la construction de la nomenclature qui ne privilégie pas un point de vue (technique, commercial...) particulier, mais repose sur l'observation des liens effectivement constatés dans la structure industrielle des firmes étudiées et sous tendant pêle-mêle l'ensemble des liens possibles entre activités.

## **2.3 Conclusion : quelle mesure pour notre étude ?**

Au terme de cette présentation rapide des différentes mesures de diversification ayant pu être proposées, chacune apparaît avoir ses propres avantages et inconvénients. Les analyses stratégiques privilégieront plutôt les mesures catégorielles qui prennent explicitement en compte le schéma de liaison entre activités, mais leurs limites sont sérieuses. Outre leur subjectivité intrinsèque qui rend difficile la réplication d'études, ces mesures nécessitent une quantité d'informations et un temps de traitement de cette information importants. Les mesures indicielles pallient ces inconvénients, elles sont répliquables et faciles à établir pour autant que l'on ait accès à une base de données. Elles ont de plus été affinées et permettent (mesures entropiques) une prise en compte du caractère plus ou moins lié de la diversification. C'est pourtant sur leur prise en compte contestable du schéma de liaison entre activités qu'elles sont souvent critiquées. Face à ces limites, certains chercheurs ont tenté de développer une mesure combinant la richesse conceptuelle de la méthode de Rumelt avec la relative objectivité et facilité d'obtention et de traitement des données des méthodes fondées sur les codes SIC. Nous verrons que cette méthode hybride emprunte surtout aux mesures indicielles, et que l'idée a priori séduisante se justifie difficilement étant donnée la convergence démontrée des méthodes indicielles et catégorielles. C'est finalement l'objet de la présente recherche qui nous permettra de marquer une préférence pour la mesure entropique.

### **2.3.1 une mesure hybride de la diversification**

Varadarajan (1986) et Varadarajan et Ramanujam (1987) ont proposé une mesure qui

réalise une tentative de synthèse entre méthodes indicielles (continues) et catégorielles. Le principe en est simple, il s'agit dans un premier temps de quantifier de façon continue le degré de diversification de la firme, puis de transformer cette mesure continue en une mesure catégorielle de diversification en fixant des points de rupture. Les catégories finalement obtenues sont issues de mesures continues de la diversification. Une telle mesure se construit donc en deux temps.

Dans une première étape, deux dimensions continues de diversification, issues des travaux de Wood (1971), sont proposées. Ces dimensions, modifiées par rapport au travail initial de Wood (1971), sont la « narrow spectrum diversification » (NSD) et la « Broad spectrum diversification » (BSD). La première mesure la diversification dans des activités réputées proches, elle est définie comme le nombre total d'activités SIC4 dans lequel est engagée la firme divisé par le nombre de secteur SIC2 qu'elle rassemble. Il s'agit donc d'une mesure de la diversification moyenne au sein de chaque secteur à deux chiffres. Cette dimension est dénommée « mean narrow spectrum diversification » (MNSD), car elle diffère de la NSD initialement définie par Wood (1971). La seconde dimension (BSD) mesure la diversification plus hétérogène, elle est définie par le nombre de secteurs d'activité à 2 chiffres dans lequel opère la firme. Cette représentation bi-dimensionnelle définit le champ de la diversification ; les différentes catégories de diversification sont, dans une seconde étape, obtenues simplement en imposant des points de rupture au sein de chaque dimension. Ces points de rupture sont les moyennes observées sur l'échantillon. La figure 3 schématise ce découpage du champ de diversification.

Figure 3 : Découpage du champ de diversification selon Varadarajan et Ramanujam (1987)

BSD <sup>a</sup> (Continuum de diversité « large » ou hétérogène)	Elevé	Case C : Diversification non liée	Case D : Diversité très forte
	Faible	Case A : Diversité très faible	Case B : Diversification liée
		Faible	Elevé

MNSD<sup>b</sup>  
(Continuum de diversité « étroit » ou homogène)

<sup>a</sup> : « Broad spectrum diversity ». Il s'agit du nombre de secteurs industriels au niveaux SIC 2 dans lesquels intervient la firme.

<sup>b</sup> : « Mean narrow spectrum diversity ». Cette variable correspond au nombre moyen d'activités SIC 4 par secteur d'activité SIC 2 de la firme.

La séparation entre niveaux faibles et niveaux élevés de chaque dimension se fait en référence à la moyenne observée sur l'échantillon de l'étude.

Source : Varadarajan et Ramanujam (1987, p. 383)

On perçoit aisément la similitude entre cette mesure et la mesure entropique qui distingue diversification « liée » (diversification intra sectorielle) et diversification « moins liée » (diversification intersectorielle). Chaque dimension peut être rapprochée d'une des composantes de la diversification entropique. La définition de points de rupture, fonction de l'échantillon, rappelle la définition des seuils critiques de ratios utilisés dans les mesures catégorielles.

L'intérêt de cette mesure apparaît cependant d'autant plus limité que, loin de résoudre les critiques portées aux mesures indicielles et catégorielles, elle les cumule. En premier lieu, la définition des dimensions de la diversification repose exclusivement sur la nomenclature SIC. Elle est donc loin de recouvrir la richesse conceptuelle des mesures catégorielles (définition de compétences centrales, du degré d'intégration vertical...), elle souffre tout autant de l'aspect rudimentaire des mesures indicielles dans la définition du caractère lié ou non de la diversification. Ce qui rapproche cette mesure des approches catégorielles est donc uniquement la définition de seuils critiques. Mais ceci ne constitue en soit aucun avantage. Au

contraire, suivant l'échantillon étudié, ces seuils (ici des moyennes) sont susceptibles de changements encore plus importants que les seuils définis dans les mesures purement catégorielles.

La mesure proposée par Varadarajan et Ramanujam (1987), n'est donc guère convaincante. Les deux dimensions sur lesquelles elle repose sont moins riches que les deux dimensions (diversification intra et intersectorielle) donnée par l'indice d'entropie. On peut se demander pourquoi Varadarajan et Ramanujam (1987) n'ont pas utilisé la diversification intra et intersectorielle entropique à la place respectivement des dimensions MNSD et BSD. Une première raison peut tenir à l'information nécessairement perdue lors de la détermination de catégories ; des mesures précises des dimensions ne sont alors pas nécessaires. Une autre, plus sérieuse, tient à ce que l'indice d'entropie ne possède pas une distribution symétrique de ses valeurs. Imposer des points de rupture autour de moyennes à des indices dont la distribution est non symétrique peut se révéler problématique lorsque, par exemple, on mène une analyse en coupe instantanée sur un échantillon en plusieurs périodes distinctes : la moyenne choisie comme point de rupture à une période n'a plus de sens à la période suivante puisque les entreprises n'ont pas la même probabilité de voir leur indice augmenter ou diminuer<sup>1</sup>.

Cette méthode paraît d'autant plus superflue que des études ont montré la convergence des résultats obtenus avec des mesures catégorielles et continues de la diversification. Cette « propriété de convergence » des mesures indicielles et catégorielles valide en quelque sorte ces mesures et incite à utiliser la méthode la plus simple.

### **2.3.2 Convergence des mesures entropiques et catégorielles**

Pour Louitri (1984, p. 91), la « validité de convergence » d'une mesure est satisfaite lorsque « *la mesure d'un même concept par deux ou plusieurs méthodes différentes aboutit à des résultats convergents* ». Plusieurs auteurs ont testé la validité de convergence concernant

---

<sup>1</sup> Pour plus d'information sur la non symétrie de la distribution des indices d'entropie et d'Herfindahl, nous renvoyons à Pupion (1996). On notera que Palepu (1985) a appliqué des points de rupture autour des valeurs médianes d'indice d'entropie sur un échantillon de 30 firmes en 1973 puis 1979. Cependant ces valeurs médianes sont recalculées pour chaque période d'étude : il ne maintient pas celles de 1973 en 1979.

les mesures de diversification. Montgomery (1982) reprend une partie de l'échantillon de Rumelt (1974), soit 128 firmes, et compare pour l'année 1974 les résultats obtenus par l'application de l'indice d'Herfindahl<sup>1</sup> avec ceux obtenus à la suite de l'application du cadre d'analyse des stratégies imaginé par Wrigley (1970). Montgomery (1982) constate une forte relation significative entre mesure catégorielle et mesure continue, que cette dernière retienne la classification à 2, 3 ou 4 chiffres : l'indice est d'autant plus élevé que la catégorie correspond à une diversification importante, les différences entre catégories sont statistiquement significatives. Les deux mesures en présence semblent donc saisir le même construit.

Cependant Montgomery (1982) note que la mesure indicielle corrobore plus faiblement l'assertion d'un lien entre stratégie et performance. Cela ne remet bien entendu pas en cause la validité de la mesure indicielle mais questionne la capacité des deux mesures à saisir le même construit. Grant, Jammine et Thomas (1988) observent la même convergence entre mesure indicielle (Herfindahl) et mesure catégorielle (8 catégories de Rumelt (1974)) sur des firmes britanniques entre 1972 et 1984. Ils recommandent l'utilisation de mesures continues en ce que la relation entre diversification et performance ne reçoit aucun pouvoir explicatif supplémentaire lorsqu'ils ont recours aux mesures catégorielles (p. 787, p. 794). Enfin Hall et St. John (1994) réalisent une étude qui vise exclusivement, sans apporter d'importance en soi au lien diversification performance, à vérifier la convergence de la mesure catégorielle et de la mesure entropique de la diversification. Les auteurs constatent, conformément à Baysinger et Hoskisson (1989), une forte association entre 8 principales catégories de Rumelt (1974) et le niveau de diversification intra et intersectorielle que donne l'indice d'entropie. Cependant, il semble difficile, sur la base d'une « coupure » (points de rupture) en différents points des composantes « liée » et « non liée » de la diversification mesurée par l'indice d'entropie, de retrouver des catégories semblables à celles définies par les mesures catégorielles. De plus, ces auteurs notent que lorsque ces différentes mesures sont appliquées au lien diversification performance, les résultats ne sont pas semblables, la mesure

---

<sup>1</sup> Il s'agit plus exactement du complémentaire à 1 de l'indice d'Herfindahl tel qu'il a été défini auparavant, cet indice varie donc en sens inverse à l'indice décrit plus haut : il augmente avec la diversité des activités exercées par l'entreprise.

entropique faisant apparaître un lien plus faible. Ceci confirme les résultats de Montgomery (1982) et proviendrait de l'incapacité des mesures continues à rendre compte des catégories de diversification « moyennes » (diversification liée, contrainte ou non) ; les mesures continues favoriseraient une bipolarisation des firmes entre celles plutôt spécialisées et celles très diversifiées sans envisager les catégories intermédiaires.

Bien qu'associées, mesures continues et mesures catégorielles ne renverraient ainsi pas exactement au même construit. Les limites des mesures continues que nous avons déjà souligné dans la prise en compte du schéma de liaison entre activités sont à la source de ce problème. Bien que la convergence entre les différents types de mesure conforte leur validité, les résultats des études seront conditionnés par l'utilisation de l'un ou l'autre type. Il n'est donc pas possible d'avancer qu'une mesure est en soi supérieure à une autre sans prendre en compte l'objet de la recherche.

### **2.2.3 Mesures de la diversification et objet de la recherche**

Deux mesures restent en lice dans le cadre de notre étude : les mesures catégorielles, du type de celles de Rumelt (1974,1982), et l'indice d'entropie, supérieur à l'indice d'Herfindahl en ce qu'il favorise la mesure de la diversité de l'entreprise et qu'il est décomposable en une diversification intra et intersectorielle.

Bien qu'il n'en a été que peu question jusqu'ici, l'objet de notre recherche est de vérifier si le dirigeant favorise la diversification dans son intérêt propre. Dès lors, sans entrer dans le détail des hypothèses qui sous-tendent cette thèse (cf. seconde partie), il est évident que le lien controversé entre diversification et performance est au centre de nos préoccupations. Il n'est cependant pas dans nos intentions de réaliser une nouvelle étude testant la supériorité d'un type de stratégie sur un autre. Notre intérêt se porte sur la diversification en soi et non sur la construction possible d'avantages concurrentiels via certain type de diversification. La supériorité reconnue des mesures catégorielles dans la mise en évidence d'un lien entre stratégie et performance, en particulier parce qu'elles permettent de prendre en compte plus précisément les schémas de liaison entre activités et les économies qu'il est possible d'en tirer, ne constitue pas un argument décisif en faveur de ces mesures.

Par ailleurs le cadre empirique choisi est celui des opérations de croissance externe. En effet, les opérations de croissance externe constituent un vecteur important de la diversification. Elles révèlent la tendance stratégique de la firme (spécialisation ou diversification). Or il est aussi intéressant pour nous, sinon plus, de prendre en compte la tendance à la diversification plutôt que de nous contenter du niveau actuel de diversité des activités de l'entreprise. Les mesures catégorielles se prêtent mal à de telles mesures de « variations dans la diversité des activités de l'entreprise ». Au contraire, la mesure entropique, puisqu'elle est continue, permet de calculer des variations qui prennent en compte simultanément le nombre de secteurs dans lequel intervient la firme et la plus ou moins grande proximité de ces secteurs (avec les limites déjà soulignées pour cette dernière propriété). Ceci constitue un avantage en faveur de l'indice d'entropie. Un autre argument en faveur de l'utilisation de l'indice d'entropie sera explicité dans la seconde partie, nous le soulignons dès à présent pour justifier la supériorité de l'indice d'entropie : le dirigeant, pour autant qu'il possède un avantage propre à diversifier les activités de l'entreprise, aura intérêt à rechercher un partage équilibré du portefeuille de l'entreprise entre ses activités. L'indice d'entropie, par le poids qu'il accorde aux secteurs de taille moyenne et réduite, est le plus apte à rendre compte d'un éventuel équilibrage entre les différents secteurs d'activité de l'entreprise.

Du point de vue de l'objet de notre recherche, l'indice d'entropie se révèle donc le mieux adapté. Si l'on ajoute à cela les avantages pratiques et théoriques qu'il présente, notamment une relative facilité et rapidité de détermination, une relative objectivité et une répliquabilité, notre préférence va à cet indice. Compte-tenu du comportement particulier de cet indice, nous serons amenés (cf. section 2 et deuxième partie) à conforter nos résultats par l'utilisation de l'indice d'Herfindahl.

Ayant précisé le concept de diversification et l'opérationnalisation qui en est faite dans la suite de ce travail, il nous reste à voir quelle est la réalité de ce phénomène. En guise de prélude à l'étude de la diversification dans son contexte économique, nous donnons dans le paragraphe suivant une image du mouvement stratégique des firmes dans la période considérée comme celle de la généralisation du phénomène : les années 60 et 70.

## **SECTION 3 : Une image de la diversification à l'international et en France dans les années 60 et 70**

### **3.1 La diversification, un mouvement général dans les pays industrialisés**

L'impulsion initiale et une importante contribution au mouvement de recherche sur l'analyse stratégique des firmes sont venues des chercheurs de la Harvard Business School. Ces derniers ont entamé, à la fin des années 60, un programme d'études consacré aux stratégies et aux structures des plus grandes entreprises de cinq pays développés<sup>1</sup>. Il s'agissait alors, à partir d'observations empiriques, de savoir si l'on peut établir un modèle universel de croissance de la grande firme<sup>2</sup>. Ces études se concentrent sur la période 1950-1970, elles ont ensuite été relayées par d'autres chercheurs au sein de chaque pays étudié. Elles se fondent sur la classification en 4 catégories stratégiques développée par Wrigley (1970). Dans tous les pays, la proportion d'entreprises adoptant une stratégie « d'activités non liées », marginale en 1950, augmente entre 1950 et 1970. La catégorie « activités liées » connaît soit un fort engouement (cas du Royaume-Uni) ou une légère progression (Etats Unis, France, Allemagne, Italie). Bien entendu, cette augmentation de la diversification des grands groupes dans chaque pays se fait au détriment des autres types de stratégies plus spécialisées représentées par les catégories « activité unique » et « activité dominante ». D'une manière générale, la progression de la diversification entre 1950 et 1970 a pour contrepartie une diminution très importante du nombre d'entreprises à activité unique (Etats-Unis, France, Royaume Unis,

---

<sup>1</sup>-L. Wrigley, *Divisional autonomy and diversification*, D.B.A, Harvard Business School, 1970.

-G.P. Dyas, H.T. Thanheiser, *The emerging european enterprise : strategy and structure in french and germany industry*, Londres, Mac Millan, 1975.

-D.F. Channon, *The strategy and structure of british enterprise*, Londres, Mac Millan, 1973.

-R.J. Pavan, *The strategy and structure of italian enterprise*, Ph. D., Harvard Business School, juin 1972.

-R.P. Rumelt, *Strategy, structure and economic performance*, Harvard University Press, Cambridge, Mass., 1974.

<sup>2</sup> On trouvera une synthèse de ces travaux, issus de thèses de la Harvard Business School, dans l'article de Bruce R. Scott, « The industrial state : old myths and new realities », *Harvard Business Review*, mars-avril 1973, p. 133-148.

Italie). On peut noter la particularité de l'Allemagne pour laquelle la progression de la diversification se fait surtout au détriment des stratégies « d'activité dominante », les entreprises à activité unique voyant leur effectif diminuer entre 1950 et 1960 puis légèrement augmenter de 1960 à 1970.

Vers 1970, le niveau de diversification des grandes firmes dans les principaux pays industrialisés est synthétisé dans le tableau 4. Il ressort en 1970 l'image d'entreprises françaises assez diversifiées, les stratégies de diversification liée et non liée étant adoptées par plus de la moitié des grandes firmes. Néanmoins, la diversification reste moins courante dans notre pays que dans les pays anglo-saxons (Canada mis à part). Nous nous intéressons dans le prochain paragraphe à décrire l'évolution des stratégies de croissance des firmes françaises au cours des années 70.

*Tableau 4 : Stratégies de croissance des grandes entreprises de sept pays industrialisés en 1970*

Pays (année)	Nombre d'entreprises	Proportion de structures divisionnelles	Catégorie stratégique (en %)			
			Activité unique	Activité dominante	Activités liés	Activités non liées
France (a) (1970)	100	54	16	32	42	10
Allemagne (a) (1970)	100	62	22	22	38	18
Italie (b) (1970)	100	48	10	33	52	5
Etats-Unis (c) (1969)	183	77	6	29	46	19
Canada (d) (1972)	86	-	12	38	44	6
Grande-Bretagne (e) (1970)	100	67	6	34	54	6
Japon (f) (1970)	95	55	8,5	25	57	9,5

Source : Extrait de Louitri (1984), les sources de ce dernier étant :

(a) : G. Dyas et H. Thanheiser, 1975

(b) : R. Pavan, 1972

(c) : R.P. Rumelt, 1974

(d) : L. Wrigley, 1970, cité in R. Caves et al., « competition in the open economy. A model applied to Canada », Harvard University Press, 1980, p. 300.

(e) : D.F. Channon, 1973

(f) : Y. Suzuki, « The Strategy and structure of top 100 japanese industrial enterprises », Strategic Management Journal, Vol. 1, 1980, p.265-291.

### **3.2 La diversification des firmes françaises dans les années 1970**

La fin des années 60 est marquée en France par une prise de conscience par les pouvoirs publics de la relative faiblesse de l'industrie française face à une internationalisation

programmée des marchés (Traité de Rome pour l'Europe, négociations du GATT). Les firmes françaises apparaissent en particulier trop petites pour mobiliser les ressources nécessaires à l'affrontement de leur concurrents sur des marchés internationaux. Un ensemble de mesures est donc pris dès 1965 afin de favoriser la concentration dans l'industrie française. Ces mesures, que nous ne détaillerons pas, consistent principalement en des « avantages » fiscaux accordés aux opérations de rapprochement d'entreprises ou en des subventionnements directs souvent soumis à des conditions de restructurations imposées pour les secteurs en difficulté. Ces mesures semblent avoir porté leurs fruits, ou tout au moins accompagné le mouvement de restructuration de la période, puisque l'on assiste à une augmentation sensible des opérations de transfert d'actifs sur la période couverte par le cinquième plan (1965-1971).

Les études suscitées par ce phénomène de concentration contiennent quelques enseignements quant à la stratégie suivie par les entreprises françaises sur la décennie 1970. Nous nous y intéressons donc dans un premier temps. Mais ces éléments restent assez vagues concernant la diversification, ils sont complétés par des études longitudinales sur la stratégie de grands groupes français.

### **3.2.1 Opérations de croissance externe**

Allouche (1981) s'intéresse aux opérations de croissance externe<sup>1</sup> de la décennie 70. Les opérations de croissance externe sont recensées à partir du BALO. Il lui est donc possible de faire un rapprochement avec les données portant sur la période 1959-1972 de Jenny et Weber (1975). Le nombre d'opérations augmente durant les années 60 pour culminer entre 1967 et 1973. Il décroît sur la fin de la décennie 70. Cependant le volume annuel moyen d'actifs transférés (francs constants 1979) est beaucoup plus variable comme l'indique le tableau 5. Après avoir considérablement progressé au cours des années 60, il connaît une chute lors du premier choc pétrolier puis repart à la hausse sur la fin de la décennie. En moyenne, la taille des opérations ne cesse cependant de s'accroître.

---

<sup>1</sup>Absorption de filiales, apports partiels, absorptions et fusions entre entreprises françaises dont au moins une est cotée sur la place parisienne ou une bourse de province.

On peut, comme le propose Dehry (1995) distinguer 3 périodes dans ces opérations. La première (1959-1966) est caractérisée par un frémissement du marché de la croissance externe. Elle est sous-tendue par la prise de conscience d'une concentration nécessaire de l'industrie française face à l'ouverture des frontières prévue par le traité de Rome. Cette prise de conscience porte ses effets surtout sur la seconde période (1967-1973) où l'on assiste à une première vague de « fusions et acquisitions »<sup>1</sup>. La plupart des opérations de cette première vague sont franco-françaises, c'est sans doute pourquoi les études à l'époque s'intéressent peu au caractère domestique ou international de l'opération. Gorgé et Tandé (1975) relèvent seulement 12% des opérations en 1972 impliquant au moins une entreprise étrangère. 25,5% des actifs corporels ont été transférés au profit d'entreprise sous influence (10 à 50% du capital détenu par un étranger) ou sous contrôle étranger (plus de 50% du capital détenu par un étranger), les Etats-Unis se taillant la part du lion. L'année 1973 marque le début de la troisième période. Le nombre des opérations, et dans une moindre mesure le montant des actifs transférés se stabilisent à un niveau plus faible, on peut alors parler de période de consolidation sur la fin des années 70.

---

<sup>1</sup>Le terme de « fusions et acquisitions » englobe les procédures de ramassage boursier (négociations de blocs de contrôle et offres publiques) que n'intègre pas l'étude de Allouche (1981). Il est donc un peu large par rapport aux opérations étudiées.

*Tableau 5 : Opérations de croissance externe des entreprises françaises, décennies  
1960 et 1970.*

	1959-62	1963-66	1967-70	1971-73	1974-76	1977-79
Nombre	576	762	934	577	386	353
Moyenne annuelle	144	190	234	192	129	118
Actifs transférés (1)	15 559	19 012	52 680	45 986	32 916	45 862
Moyenne annuelle (1)	3 889	4 753	13 170	15 329	10 972	15 287
Actifs transférés par opération (1)	27	25	56	80	85	130
Nombre annuel moyen d'entreprises absorbantes	90	102	127	100	78	74
Intensité moyenne (opérations par entreprise)	1,60	1,86	1,84	1,92	1,65	1,59
Logique économique :						
- Horizontale				268 (46%)	201 (52%)	155 (44%)
- Verticale				137 (24%)	77 (20%)	88 (25%)
- Conglomérale				172 (30%)	108 (28%)	110 (31%)

(1) : En millions de francs 1979.

Remarque : D'après une enquête du MDIS citée par Mazier (1975) (p.55), ces opérations repérés par le Balo représentent entre 1968 et 1970 de 50 à 60 % des actifs transférés au sein de l'économie française.

Source : Allouche (1981, Tome 1, p. 30)

Notre intérêt est centré sur la « logique économique » de ces opérations, c'est-à-dire le type de l'acquisition (Horizontal, vertical, congloméral). Le type de l'acquisition nous donne une idée de l'importance de la diversification par croissance externe à l'époque. L'opération est, selon Allouche (1981), dite horizontale lorsqu'elle assure le rapprochement d'entreprises possédant le même secteur principal (nomenclature NAE à 2 chiffres, soit 99 secteurs, avant 1975 puis NAP après). Elle est verticale « lorsqu'elle concerne des entreprises situées à des niveaux différents d'une même filière de production ». Elle est conglomérale « lorsqu'elle consiste à réunir des entreprises n'ayant aucune complémentarité technique et productive » (Tome 1, p.23). Cette classification n'est pas disponible avant 1970. Sur

l'ensemble de la décennie on note une prédominance des opérations horizontales (47%). Cependant, les opérations conglomerales, c'est-à-dire les diversifications non liées représentent 30% du total des opérations. Enfin les opérations dites verticales ferment la marche : seules 23% des opérations répondent à cette logique. Ces chiffres indiquent que la proportion d'opérations de diversification non liée est non négligeable (presque une opération sur 3). Cette proportion varie de 16% (1972) à 42% (1973) du total des opérations. Les opérations conglomerales sont les plus nombreuses l'année du choc pétrolier (1973), puis leur part descend en dessous de 30% jusqu'en 1977, à partir de 1978 on observe une nouvelle hausse de ces opérations (32% en 1978 puis 37% en 1979).

On serait donc tenté de conclure à un phénomène important de diversification par croissance externe au cours des années 70. Tel n'est cependant pas l'avis de l'auteur qui note que « les opérations de réelle diversification sont rares au sein des entreprises industrielles : ces opérations obliques ne représentent que 30% du total des transferts d'actifs et plus des ¾ d'entre elles sont le fait d'organismes financiers » (Tome 1, p.86)<sup>1</sup>.

Les chiffres et les conclusions de Allouche (1981) sont renforcés par ceux de Gorgé et Tandé (1975) et de Jenny et Weber (1974) sur la période 1970-1972. Pour Jenny et Weber (1974)<sup>2</sup>, 49% des opérations sont horizontales, 27% conglomerales et 24% verticales. Gorgé et Tandé (1975) avancent quant à eux 58% d'opérations horizontales, 24% d'opérations conglomerales et 18% d'opérations verticales sur la même période. Ces derniers concluent donc aussi à une prééminence de la logique de rapprochement d'entreprises exerçant une activité proche. Mais ils notent aussi un comportement sectoriel affirmé. Les firmes appartenant à certains secteurs favorisent les opérations conglomerales. Il en est ainsi du

---

<sup>1</sup>P. Navatte (1978) bien qu'il ne s'intéresse pas à la diversification dans les opérations de fusion va dans ce sens. Il avance (p. 35) que « les entreprises recherchent souvent des rapprochements avec des firmes exerçant une activité **voisine** de la leur. ». Il faut selon lui être prudent sur l'interprétation des classifications par type d'opération en ce que, reposant sur des nomenclatures, elles ne prennent pas en compte la proximité des activités exercées.

<sup>2</sup>Gorgé et Tandé (1975) travaillent à partir de « l'enquête annuelle d'entreprise » réalisée par le ministère de l'industrie et de la recherche. Cette source statistique est plus complète que celle du BALO, utilisée par Allouche (1981) et Jenny et Weber (1974), où seules les entreprises par actions faisant appel public à l'épargne sont tenues de publier les opérations de modifications de structure auxquelles elles procèdent. Leurs résultats restent cependant relativement proches.

secteur « travail du bois, ameublement » ou « travail des métaux » par exemple. Ces secteurs sont caractérisés par une forte concentration ou un nombre de concurrents directs peu élevé.

En résumé, il ressort de ces études sur la croissance externe une image qui contredit l'idée d'une « conglomération à tout va » des entreprises françaises au cours de la vague de « fusions acquisitions » de la fin des années 60 et du début des années 70. Ce tableau doit cependant être nuancé. Si les opérations de diversification non liées ne représentent qu'un peu plus du quart des opérations sur la période, il convient de noter que les opérations dites verticales correspondent aussi à une diversification. Au total, ce sont alors plus de la moitié des opérations de croissance externe qui, sans être conglomérales, se font en dehors du secteur principal de l'entreprise absorbante au cours des années 70. L'objectif affiché dès 1965 par les pouvoirs publics de créer des « grands groupes » capables d'affronter la concurrence internationale ne se réalise donc pas par une spécialisation de ces grandes entreprises sur leur principal secteur d'activité<sup>1</sup>.

Par ailleurs, ces études présentent des limites. Elles ne sont pas exhaustives. Les ramassages d'actions et les offres publiques en particulier ne sont pas étudiés. Certes, ces moyens de croissance externe ne sont pas courants à l'époque : Allouche (1981, tome 1, p.83), à partir des documents de la COB (Commission des opérations de bourse) ne relève que 105 OPA (offres publiques d'achat), 59 OPE (offres publiques d'échange) et 106 cessions de blocs de contrôle entre 1970 et 1976. La COB notait au sommet de cette vague de croissance externe (rapport 1972) : « *Les principaux instruments utilisés sont toujours les apports d'actifs industriels, partiels ou totaux, et les prises de participation. Les offres publiques d'achat ou d'échange sont peu utilisées en France comme moyen de prise de contrôle des sociétés* ». Mais ces opérations de marché sont le fait de grands groupes cotés, or ces groupes réalisent les plus grandes opérations et la plupart des transferts d'actifs : les 10% des plus grandes opérations assurent plus de 79% des transferts d'actifs sur cette période (Allouche,

---

<sup>1</sup>On pourra objecter à cette remarque que les nomenclatures (NAE puis NAP) de l'INSEE ne coïncident pas forcément avec la réalité industrielle, qu'elles ne permettent ainsi pas facilement de conclure au caractère plus ou moins proche des activités principales exercées par les firmes (cf. § 2.3). L'étude de Allouche (1981) retient cependant un niveau assez agrégé de la nomenclature (niveau 2 chiffres, soit 99 secteurs) qui limite en partie la portée de cette objection.

1984, tome 1 p. 87). L'observation des opérations au niveau des entreprises et non au niveau des groupes constitue la principale limite à l'interprétation de ces chiffres. Gorgé et Tandé (1975, p. 57) notent ainsi : « *bien que la plupart des opérations soient horizontales, ce qui tendrait à indiquer que les secteurs industriels permettent une bonne approche du phénomène (de concentration), il convient à ce niveau d'être prudent. Si tel secteur réalise un grand nombre d'opérations, avec un volume d'actifs important, ceci ne signifie pas qu'il s'agit d'un secteur dynamique et actif de ce point de vue. Il peut s'agir de la constitution effective d'un grand groupe industriel, mais aussi d'une simple réorganisation au sein d'un groupe préexistant, réorganisation qui ne traduit pas un véritable accroissement de la concentration du secteur.* »

Afin de compléter le tableau des tendances stratégiques poursuivies par les entreprises françaises dans les années 70, tout en surmontant les limites soulignées, nous nous intéressons aux études dont ces groupes industriels sont l'objet. Ces études nous permettent en outre de prendre en compte la croissance interne, mode d'accumulation encore largement dominant<sup>1</sup> à l'époque.

### **3.2.2 Stratégies des groupes**

Louitri (1984) observe le comportement stratégique de 86 grands groupes industriels français au cours des années 70<sup>2</sup>. Sur la base d'une classification catégorielle inspirée de Rumelt (1972), il montre que les entreprises françaises favorisent la diversification liée et non liée (cf. tableau 6). Les firmes à activité unique voient leur effectif diminuer fortement entre 1970 et 1976, puis se stabiliser entre 1976 et 1980. Le nombre de firmes à activité dominante est stable entre 1970 et 1976, leur effectif décroît entre 1976 et 1980 (Louitri, 1984, p 103-104). Ce mouvement de diversification porte les groupes français à un niveau de

---

<sup>1</sup>Sur 87 entreprises cotées ayant pratiqué au moins une opération de croissance externe entre 1965 et 1975, Chevallier-Horrière estime le poids de la croissance externe dans la croissance totale à 12%. Sur 78 entreprises du même type entre 1967 et 1973, Paturol conclut que la croissance externe représente 28,68% de la croissance totale.

<sup>2</sup>77 firmes parmi les 86 font partie, en 1980, des 200 premières firmes françaises sur la base de leur chiffre d'affaires consolidé; les autres font partie des 500 premières.

diversification comparable à celui des firmes anglo-saxonnes en 1980, alors que Dyas et Thanheiser (1975) relevaient une diversification relativement faible des groupes français en 1970 (Louitri 1984, p112-117, cf. aussi tableau 1). Louitri (1984) montre à l’instar de Dyas et Thanheiser (1975), que ce mouvement de diversification se fait progressivement : les firmes passent le plus souvent d’une catégorie de diversification à une autre de plus grande diversification. Ainsi, si entre 1950 et 1970, le mouvement stratégique dominant amène les firmes de la catégorie « activité unique » à celle « d’activité dominante », les années 70 ont vu se développer la catégorie « activités liées », suivie par un passage non négligeable de firmes à la catégorie « activités non liées »(Louitri p 121-123). Ce constat amène l’auteur à distinguer deux courants de diversification sur la période 1950-1980, « *le premier allant de 1950 à 1970 correspond à une volonté d’amorce de la diversification alors que la décennie soixante dix a, semble-t-il, surtout coïncidé avec un objectif de consolidation de ce même choix stratégique* » (Louitri, p 123). L’étude de Louitri (1984) révèle, en conformité avec les observations de Tinard et al. (1981), que les opérations de diversification amorcent cependant une décrue à partir du milieu des années 70. Dès le début des années 80, le discours de « recentrage » et de concentration des ressources de l’entreprise sur « ses points forts » voit le jour.

*Tableau 6 : Classification stratégique des firmes de l’échantillon de Louitri (1984)*

	Activité Unique	Activité Dominante	Activités Verticalement intégrées	Activités liées	Activités non liées	Total
1970 (Dyas)*	16	32		42	10	100
1970	16	16	12	29	12	85
1976	5	17	12	36	16	86
1980	5	13	12	38	18	86

Source : Louitri, 1984, p.103.

\* : Echantillon utilisé par Dyas (1975). Dyas ayant recours à la classification de Wrigley (1970), il ne distingue pas la catégorie « activités verticalement intégrées ». Un reclassement des firmes « verticalement intégrées » est opéré par Louitri entre les catégories « activités dominantes » (7 firmes) et « activités liées » (5 firmes). Un test de Chi 2 ne révèle alors pas de différence entre les deux distributions pour un intervalle de confiance à 95%.

Il ressort de l’étude des comportements stratégiques de groupes industriels de Louitri

(1984) une tendance à la diversification plus nette que celle donnée par les études s'intéressant aux opérations de croissance externe. On retrouve cependant des traits communs avec les études sus-citées. Il apparaît en particulier une stabilisation relative des comportements stratégiques des groupes entre 1976 et 1980, la vague de diversification marque le pas en même temps que les opérations de croissance externe se stabilisent à partir de 1974.

## CONCLUSION

L'engouement pour la diversification des entreprises françaises, mouvement stratégique contesté dans les années 80, peut donc être situé à la fin des années 60 et au début des années 70. Après la première vague de fusion (1967-1973), le mouvement se ralentit. Une phase de « consolidation » des stratégies se met en place. Allouche (1981) note d'ailleurs que la période 1974-1976 est marquée par des opérations de remembrement au sein des grands groupes industriels (tome 1, p. 33). Certains auteurs (Tinard et al., 1981) parlent même à la fin de cette décennie de « redéploiement » des groupes et le terme de « recentrage » apparaît au début des années 80. Les tendances stratégiques, les vecteurs de croissance des firmes peuvent difficilement être isolés du contexte économique et institutionnel dans lequel ils ont pris place. Nous verrons (chapitre 3) que les années 70 constituent à cet égard une période charnière entre la croissance continue, l'environnement stable des trente glorieuses et la période plus turbulente de croissance plus faible, discontinue caractéristique des années 80. Auparavant, il convient de s'attarder sur les principaux motifs avancés pour expliquer ce phénomène de diversification.

## **CHAPITRE 2 : Les motifs théoriques de la diversification**

Si un mouvement de diversification a bien eu lieu durant les années 60, il reste à l'explicitier. Avant d'imputer cette tendance stratégique à un comportement managérial, il nous faut étudier le contexte dans lequel est né ce mouvement et son évolution. Ceci nous permettra de voir quelle place il convient d'accorder à l'argument managérial. Nous passons en revue les principaux arguments avancés en faveur de la diversification. Chaque argument est suivi, lorsque cela est possible, d'une rapide description de sa pertinence dans le cadre des années 60 et 70. Ce n'est cependant que dans le chapitre suivant que nous envisagerons de façon plus détaillée l'impact du contexte économique et social sur la pertinence et l'effectivité des arguments avancés.

En résumé, nous nous concentrons ici sur les idées issues des principales théories en vigueur actuellement. Notre objectif est de parvenir au terme de cette section à brosser un tableau de l'ensemble des arguments susceptibles d'expliquer le mouvement de diversification tout en émettant un jugement sur les motifs dominants dans les années 70. Les motifs purement managériaux de ce mouvement stratégique ne sont pas abordés ici, puisque la seconde partie de la thèse leur est intégralement consacrée.

Il convient de préciser ce que signifie le terme « motif » de la diversification. D'une manière générale, il est défini comme tout argument avancé en faveur de la diversification des entreprises. Dans ce chapitre ces motifs recouvrent deux conceptions qui ne sont pas forcément explicitement distinguées. Il peut s'agir d'arguments qui mettent en avant l'intérêt général des parties en présence pour justifier la diversification. C'est souvent le cas dans les modèles assez normatifs, les agents considérés sont alors généralement les actionnaires (ou propriétaires), les créanciers et les dirigeants mais ils peuvent être plus nombreux et étendus à l'ensemble des agents économiques. Quoiqu'il en soit, la diversification est alors un motif valable si elle permet d'augmenter la satisfaction collective (l'utilité), sans nuire au niveau de satisfaction (utilité) de l'un des agents : on rejoint la notion d'efficience de Pareto (ou efficience « au second degrés » si nous nous plaçons dans un cadre contractuel, cf. Charreaux

1999, p. 98). Les motifs de la diversification peuvent aussi faire référence à des intérêts particuliers. C'est le cas lorsque l'on considère uniquement la situation d'une entreprise et des intérêts qui lui sont attachés (généralement l'intérêt de ses actionnaires et de ses créanciers financiers), sans se soucier de l'intérêt général. Les motifs de la diversification peuvent alors faire référence uniquement à l'intérêt d'une des parties, même si cela se fait au détriment d'une autre (la première section qui fait référence au pouvoir congloméral constitue un de ces derniers motifs).

Les arguments en faveur ou contre la diversification des entreprises trouvent tous des fondements « microéconomiques »<sup>1</sup>. La théorie économique néoclassique se révélant peu propice à expliquer, dans le cadre restrictif de ces hypothèses, le phénomène de diversification observé, des chercheurs ont levé certaines de ses hypothèses dans une démarche positive. Les hypothèses levées ont concerné la perfection des marchés (financiers, des biens et services) ou le comportement postulé des agents (en particulier celui des dirigeants) ; la levée de cette dernière hypothèse n'a cependant conduit à une théorie organisationnelle contractuelle qu'au cours des années 70 (Williamson 1975, Jensen et Meckling 1976), même si les prémices d'une telle théorie existaient depuis longtemps (Berle et Means, 1932). Les arguments avancés en faveur ou contre la diversification ont peu varié depuis les années 70. Certains arguments avancés pour expliquer la diversification ont pu, au gré des changements institutionnels et économiques, être par la suite repris pour expliquer un prétendu retour à une plus grande spécialisation. On observe aussi une importance accrue accordée aux explications qui mettent les acteurs influents au sein de l'entreprise (dirigeants, actionnaires, créanciers, institutions tel le conseil d'administration) au cœur du phénomène. Mais nous n'insisterons pas ici sur ces arguments, ils feront l'objet d'un plus long développement dans la seconde partie.

Dans le cadre de l'économie néoclassique, l'accent est mis sur l'échange, l'entreprise n'étant qu'un agent producteur (assimilé à l'entrepreneur ou à un ensemble homogène d'actionnaires dans la théorie financière moderne). La concurrence est supposée pure et parfaite, rappelons que les hypothèses qui fondent ce cadre stipulent au niveau des marchés :

---

<sup>1</sup>Le terme de microéconomique doit ici être entendu au sens large, il s'agit des motifs ou hypothèses qui trouvent à s'appliquer au niveau de l'organisation (entreprise) ou de ses membres.

- une parfaite transparence : l'accès à l'information est libre et gratuit. Tous les agents économiques sont parfaitement informés sur les actifs échangés sur le(s) marché(s),
- qu'il n'existe ni impôts ni taxes, aucun coût de transaction n'étant à supporter,
- qu'aucun intervenant n'est capable, de par sa taille, d'influencer le prix d'un actif de façon déterminante (hypothèse d'atomicité),
- enfin les agents sont rationnels<sup>1</sup> et cherchent à maximiser leur utilité. Au niveau des marchés financiers en particulier où l'utilité est ramenée à la richesse, cette dernière hypothèse signifie que les agents possèdent les mêmes anticipations sur les flux générés par un investissement et que, pour un niveau de risque donné, ils investiront dans le placement à plus forte rentabilité.

Dans ce cadre de marchés parfaits, l'entreprise n'apparaissant qu'en tant que « boîte noire », la diversification ne trouve aucune explication. Il n'y a pas de raison que des productions différentes (même liées) soient organisées au sein d'une firme (Teece 1980, 1982). Ceci ne se conçoit pas non plus au sein du marché financier : quand bien même une diversification permettrait de réduire le risque de l'entreprise, elle pourrait être réalisée par les actionnaires au niveau de leur portefeuille individuel et ne se justifie pas au niveau de l'entreprise. Choisir comme point de départ des arguments expliquant la diversification, une théorie qui n'est pas explicative peut paraître étonnant. Cela se justifie à deux points de vue : d'une part le cadre des marchés parfaits est un référentiel par rapport auquel, au moins en économie et en finance, il convient de se situer ; d'autre part les motifs de la diversification se regroupent assez naturellement suivant l'hypothèse du cadre néoclassique qu'ils lèvent.

---

<sup>1</sup> La rationalité dans le cadre néoclassique signifie aussi que les agents possèdent une capacité de traitement de l'information illimitée, ils sont capables de prendre en compte toute l'information disponible dans leur choix.

## **SECTION 1 : Imperfections sur le marché des biens et services et diversification**

Si l'on suit Montgomery (1994), les imperfections sur le marché des biens et services ouvrent la voie à deux courants d'explications possibles du phénomène de diversification. Ces courants ne sont pas exclusifs, au contraire, ils permettent de synthétiser un grand nombre de points de vue particuliers qui peuvent emprunter à chacun. D'une manière générale, le premier courant remet en cause l'hypothèse d'atomicité sur les marchés, il est plutôt issu de l'économie industrielle. Il justifie la diversification dans l'optique du pouvoir de marché. Le second courant d'arguments tire sa source de la remise en cause de la parfaite divisibilité, substituabilité et homogénéité des « ressources » (c'est-à-dire les facteurs de production) de l'entreprise. Il est plus proche des analyses stratégiques. Montgomery (1994) rassemble l'ensemble de ces derniers arguments au sein du « point de vue des ressources ».

### **1.1 L'optique du pouvoir de marché**

La levée de l'hypothèse d'atomicité des agents sur le marché ne remet pas fondamentalement en cause l'objectif de maximisation de son profit par l'entreprise. Par contre, l'utilisation efficiente (et efficace si la richesse de l'ensemble de l'économie est l'objectif ultime) des ressources n'est plus assurée puisque la maximisation du profit de certaines entreprises peut alors se faire au détriment de certaines autres. Dans le cas des entreprises diversifiées, ce n'est pas un pouvoir monopolistique qui est mis en avant pour expliquer la prospérité de ces firmes mais un « pouvoir congloméral ». Celui-ci, bien que différent du pouvoir monopolistique mène à des effets anticoncurrentiels semblables de trois façons. En premier lieu une firme diversifiée peut mettre en place des subventionnements croisés entre ses activités. Cette pratique consiste à utiliser les profits d'une activité pour renflouer une autre activité dans laquelle les prix sont, au détriment de la concurrence, fixés à un niveau très bas. Face à ce « dumping », les firmes concurrentes sont acculées au retrait de ce marché, la firme diversifiée s'y accaparant une position dominante. La seconde source des effets anticoncurrentiels tient à un effet de « tolérance » mutuelle entre firmes diversifiées. Les firmes diversifiées qui entrent en concurrence simultanément sur plusieurs marchés

reconnaissent alors leur interdépendance et se font une concurrence moins vigoureuse<sup>1</sup>. Enfin, les firmes diversifiées peuvent être engagées dans des relations d'achats réciproques, leurs interrelations ferment alors le marché aux concurrents plus petits. L'ensemble de ces mécanismes peut faire craindre une moindre concurrence et une plus grande concentration (en terme de parts de marché accaparées par les grandes firmes diversifiées) dans les secteurs industriels. Montgomery (1994) note cependant, suivant Gribbin (1976), que ces effets anticoncurrentiels ne peuvent jouer que si les firmes diversifiées disposent d'un fort pouvoir dans au moins un de leur marché. Une firme conglomerale qui ne posséderait que des positions marginales dans chacun de ses marchés ne pourrait mettre en œuvre ces pratiques anticoncurrentielles.

On observe que le « point de vue du pouvoir de marché » met en avant les conséquences possibles de l'émergence de grandes firmes diversifiées plus qu'il n'explique les causes de la diversification. Ce faisant, il donne des explications possibles au développement et au maintien de la diversification dans les années 60 et 70, et illustre la crainte à l'époque de voir les grandes firmes diversifiées se soustraire à la concurrence en dominant les marchés<sup>2</sup>. La politique antitrust, assez contraignante, mise en place aux Etats-Unis à partir de 1950 (amendement « Celler-Kefauver » à la section 7 de la loi antitrust « Clayton ») afin de limiter le pouvoir de monopole des grandes entreprises aurait ainsi, selon certains chercheurs (Fligstein 1990, Shleifer et Vishny, 1991 ; Matsusaka, 1993), incité ces dernières à se diversifier<sup>3</sup>. Cette hypothèse ne se trouve toutefois pas corroborée par Matsusaka (1996), qui constate que les firmes importantes, les plus susceptibles de tomber sous le coup de l'amendement Celler-Kefauver, ne se sont pas plus diversifiées à la fin des années 60 et au début des années 70 que les entreprises plus petites. Il observe, en outre, un

---

<sup>1</sup> Montgomery (1994) cite Bernheim et Whinston (1990) quant à l'origine et à la reconnaissance de cet effet de tolérance, cependant dès le début des années 1980, Porter (1986) recommandait de le prendre en compte dans la définition d'une stratégie « horizontale » (i.e. intégrant toutes les activités de l'entreprise). Il dénommait cet effet de tolérance les « interconnexions de concurrence » au niveau de la stratégie globale de l'entreprise.

<sup>2</sup> On pourra voir à ce sujet J.K. Galbraith (« The New Industrial State », Boston, Houghton Mifflin, 1967) et la réaction de Scott (1973) à ses principales idées.

<sup>3</sup> Le « Celler-Kefauver Act » interdisait les fusions et acquisitions qui auraient eu pour effet de « limiter la concurrence ou de contribuer à créer un monopole » (Matsusaka 1996). Il visait donc bien évidemment les firmes en situation de quasi-monopole dans leur branche principale, mais aussi les fusions liées et non liées (pouvoir conglomeral), cependant Fligstein (1990, p. 29) note que ce second aspect a rarement été effectif.

mouvement de diversification généralisé dans l'ensemble des pays industrialisés européens alors que la politique antitrust y était quasi inexistante. Il est donc possible qu'aux Etats-Unis, la recherche d'un pouvoir congloméral ait favorisé la diversification au cours des années 60 et 70, ceci ne se faisant pas au détriment, mais parallèlement et en complément, d'un pouvoir de marché important dans au moins un secteur d'activité.

En France, les arguments liés au pouvoir de marché sont dans tous les esprits au début des années 60. Cependant, la préoccupation principale n'est pas de savoir si le pouvoir monopolistique ou congloméral sur le marché national nuit à la concurrence, mais plutôt de conférer à quelques entreprises françaises un pouvoir de marché suffisant pour affronter la concurrence au sein du marché européen (Stoffaès, 1984, p. 101 ; Dyas, 1975, p. 175-180). Il faut attendre la fin du cinquième plan et surtout le sixième (1971-1975) pour que l'accent soit mis sur la « politique de la concurrence », et que l'Etat, abandonnant son interventionnisme dans les décisions à caractère stratégique (concentration), se recentre sur l'établissement de règles favorisant une meilleure concurrence (Dyas 1975, p. 180).

Autrement dit, les arguments du « pouvoir de marché », bien que n'expliquant apparemment pas la naissance de la diversification, ont pu favoriser en France la constitution de grands groupes diversifiés à travers les effets potentiels qu'en attendaient les pouvoirs publics. La fin de la section précédente nous a permis de conclure que la volonté de concentration des secteurs industriels affichée par les pouvoirs publics n'a pas conduit à une spécialisation des grands groupes sur une ou quelques activités, mais plutôt à un élargissement de leur gamme au cours des années 70. Les arguments liés au « pouvoir de marché », en particulier les effets liés au pouvoir congloméral, peuvent contribuer à expliquer cette diversification. Dans cette optique, s'appuyant sur un marché national où ils bénéficient, à la faveur d'une politique industrielle étatique volontariste, d'un pouvoir de marché important, les groupes français auraient ensuite, de façon autonome, développé leur pouvoir congloméral au sein de l'espace européen.

L'optique du pouvoir de marché ne permet pas, en dehors de la prise en compte du contexte institutionnel, d'expliquer la diversification. L'optique des ressources revient plus fondamentalement aux motifs qui ont pu initialement favoriser la diversification des

entreprises.

## 1.2 L'optique des ressources

L'optique des ressources est compatible tant avec une maximisation des profits qu'avec une utilisation efficiente et efficace (si l'objectif ultime est la création de richesse maximale de l'économie) des ressources. Pourtant elle se distingue plus nettement du cadre classique de l'économie en ce qu'elle ne centre pas son analyse uniquement sur les échanges, mais surtout sur les qualités des biens échangés. Les hypothèses d'homogénéité, de substituabilité et de parfaite divisibilité des biens et ressources échangés sont levées. Ce courant est plus proche de l'organisation, mais il entre plus difficilement dans le cadre et les modélisations de « l'économie standard ». Il ne s'agit pas d'une théorie de l'équilibre, mais d'une « théorie » de la croissance des firmes : à l'origine cette optique, développée par Penrose (1959), est construite autour de la croissance des firmes. De fait, cette théorie prend comme élément d'analyse des firmes hétérogènes et ne les réduit pas à des fonctions de production.

Selon cette optique, les firmes se diversifient parce qu'elles possèdent des ressources en excès<sup>1</sup>. Le terme de « ressource » doit être entendu au sens large, il s'agit des facteurs de production que l'entreprise s'est procurée sur les marchés, des services qu'elle a créés à partir de ces facteurs et des connaissances spécifiques qu'elle a accumulées au cours du temps (Montgomery, 1994). Parmi ces ressources on compte donc les actifs financiers, les actifs corporels, les actifs incorporels, et les actifs stratégiques<sup>2</sup>. Ces ressources conduiraient, à des degrés divers, à une diversification de par leur caractère indivisible et difficilement

---

<sup>1</sup> Il n'est pas nécessaire que les ressources de l'entreprise soit en excès pour que l'entreprise se diversifie. Si ces ressources sont à l'origine d'avantages concurrentiels (donc difficilement imitables) et sont susceptibles d'être utilisées dans un nouveau marché, l'entreprise aura intérêt à profiter au maximum de la rente qu'elles dégagent en les employant dans d'autres marchés. Ce point est développé plus loin.

<sup>2</sup> Nous reprenons ici la définition des actifs stratégiques que donne Arrègle (1996). Il s'agit des actifs spécifiques à l'entreprise difficilement échangeables sur un marché (ressources technologiques, organisationnelles, réputationnelles), ainsi que des compétences, résultat « de l'interaction entre une technologie, un apprentissage collectif et des processus organisationnels », et qui sont assimilés à des routines organisationnelles. Cette définition n'est pas unanimement admise, Markides et Williamson (1995) distinguent ainsi les notions d'actifs stratégiques et de compétences, sorte de « catalyseurs » lors de la création d'actifs stratégiques.

échangeable sur un marché, parce qu'elles trouveraient à s'appliquer dans des environnements produit/marché variés, en particulier dans les nouveaux produits et services continuellement créés dans un procès d'exploitation et d'expansion normal.

Pour que l'emploi des ressources sous-utilisées conduise à une expansion, en particulier par diversification, encore faut-il que leur transfert à l'extérieur de l'organisation se heurte à des imperfections du marché. Ceci est le cas, selon les tenants de cette théorie. Les actifs physiques peuvent en général être échangés sur le marché, mais avec une facilité variable suivant leur niveau d'idiosyncrasie. Les actifs immatériels sont plus difficiles à échanger, surtout s'ils résultent de connaissances que la firme a développées elle-même (réseau de distribution). Enfin les actifs stratégiques, tels qu'ils ont été définis (cf. note 2 en bas de page 72) sont attachés à l'entreprise qui les possède : étant souvent à la source d'avantages concurrentiels et d'appropriation de rentes ou quasi rentes (Peteraf, 1993), ils sont justement caractérisés par leur difficile imitation et transfert au delà de l'organisation<sup>1</sup>. Selon Montgomery et Wernerfelt (1988), et, Chatterjee et Wernerfelt (1991), plus les ressources de l'entreprise seront susceptibles d'un emploi dans des secteurs et activités variés, plus l'entreprise sera incitée à se diversifier. A l'inverse, des ressources « rares », car difficilement imitables et transférables par le marché, et susceptibles d'un emploi limité (compétences productives dans les biotechnologies par exemple) conduiront la firme à limiter son expansion dans un nombre de secteurs limité.

L'analyse fondée sur les ressources est riche d'enseignements quant aux motifs de la diversification et au niveau prévisible de diversification de l'entreprise. Elle reste cependant difficile à manier car elle intègre plusieurs éléments dans son analyse qui, bien que liés, ne se recouvrent pas : la possibilité de transfert des ressources via le marché, l'étendue de leur champ d'application, les rentes ou quasi-rentes qu'elles sont susceptibles de générer.

Si l'on s'en tient à l'explication de la diversification de Montgomery dans son article

---

<sup>1</sup> Le difficile transfert de ces actifs stratégiques tient en partie à un comportement proactif de l'entreprise qui vise à protéger les rentes ou quasi rentes qui leur sont associées, mais il tient aussi à la dimension tacite et socialement complexe de ces actifs (routines organisationnelles) que ne contrôle pas complètement l'entreprise qui les possède.

de 1994, on aboutit vite à un paradoxe. Celle-ci conclut en effet, sur la base seulement du champ d'application des ressources, i.e. sans considérer explicitement les autres éléments de l'analyse sus-cités, qu'une firme possédant des ressources peu spécifiques (i.e. trouvant un large champ d'application) aura tendance à se diversifier largement, tandis qu'une firme avec des compétences spécifiques sera peu diversifiée. Cette hypothèse est corroborée par l'étude de Chatterjee et Wernerfelt (1991) qui montre que l'excès de ressources physiques et d'actifs incorporels (ressources se prêtant à un déploiement limité) est associé à une diversification liée, tandis que l'excès de ressources financières (ressources pouvant être déployées dans un très large champ) est associé à une diversification non liée. Cependant, les ressources dénommées par l'auteur « peu spécifiques » sont par définition moins rares et moins attachées à une entreprise en particulier. Montgomery illustre d'ailleurs ce type de ressources par des outillages standards à moudre (« standard issue milling machines »). De ce fait, on voit mal comment ces ressources peu spécifiques, assez facilement imitables et susceptibles d'un large emploi, ne trouveraient pas à s'échanger sur un marché. Les entreprises possédant ce type de ressources en excès ont donc autant d'intérêt à les vendre sur le marché qu'à entreprendre une large diversification. Si l'on conçoit bien que des compétences très spécifiques, difficilement cessibles sur un marché et possédant un champ d'application réduit (tel les actifs stratégiques), conduisent à une diversification réduite, la justification d'une large diversification par des ressources peu spécifiques apparaît moins convaincante<sup>1</sup>.

Ceci provient de ce que l'ensemble des implications du sous-bassement théorique de l'approche fondée sur les ressources n'est pas considéré. Les ressources peuvent ainsi être caractérisées par la facilité de leur transfert via le marché, mais cette caractéristique n'est pas indépendante de la spécificité de l'actif en question, la spécificité étant elle-même liée à la rente ou quasi-rente que confère la ressource à l'entreprise. Il convient de s'attarder sur ces notions de rentes et de quasi-rentes pour bien comprendre que le point de vue des ressources n'offre pas seulement un motif à la diversification, mais qu'il propose les prémices d'une

---

<sup>1</sup> La disposition de ressources peu spécifiques est une condition nécessaire à une diversification importante, mais ne suffit en aucun cas à expliquer ce type de stratégie. Une « motivation » supplémentaire pour ce type de diversification doit intervenir, ce peut être en particulier une motivation managériale (cf. seconde partie de la thèse).

« théorie de la diversification ».

Le point de vue des ressources place au centre de son analyse la reconnaissance de l'hétérogénéité des ressources, et par conséquent l'hétérogénéité des entreprises. En particulier, les ressources ont leur niveau « d'efficacité » intrinsèque, certaines sont supérieures à d'autres (par exemple une meilleure organisation peut conduire à une plus grande productivité (efficacité) ou, à objectif fixé, à une meilleure efficacité). Les firmes qui possèdent ces ressources « supérieures » en tirent des rentes<sup>1</sup>. Ces rentes, étant issues d'actifs rares dont l'offre est limitée, sont dénommées rentes ricardiennes<sup>2</sup>. Un autre type de rentes est aussi en cause dans l'analyse fondée sur les ressources : les quasi-rentes (Arrègle, 1996). Les quasi-rentes, aussi dénommées rentes de Pareto (Peteraf, 1993), représentent le surplus de valeur d'un actif (une ressource) par rapport à la seconde meilleure utilisation qui pourrait en être faite. Il convient de noter, comme le sous-tend l'analyse de Peteraf (1993), que ces quasi-rentes ne sont pas indépendantes des rentes ricardiennes. La quasi-rente se définit par rapport à l'utilisation qui serait faite d'une même ressource par une autre entreprise. Or, certaines ressources sont presque indissociables de l'entreprise dans laquelle elles ont été développées ; c'est le cas des actifs stratégiques. Il peut alors paraître déplacé de faire référence à leur « seconde meilleure utilisation » possible. En fait, ces ressources « noyées » dans l'entreprise sont à l'origine essentiellement des rentes ricardiennes. Les autres ressources, plus communes (actifs corporels, techniques, certains actifs incorporels (R&D), etc.) peuvent être à l'origine des quasi-rentes si leur utilisation est rendue plus efficace par une complémentarité avec l'actif stratégique source d'avantages concurrentiels. Autrement dit, il ne peut y avoir de quasi-rentes sans rentes ricardiennes dans un modèle fondé sur les ressources.

La notion de rente étant précisée, la logique de l'approche par les ressources au regard

---

<sup>1</sup> Nous suivons ici la terminologie de Peteraf (1993) : « Les gains en excès du simple maintien (profit nul) sont appelés rentes plutôt que profits, si leur existence n'induit pas une nouvelle concurrence (pour leur appropriation) », p. 180.

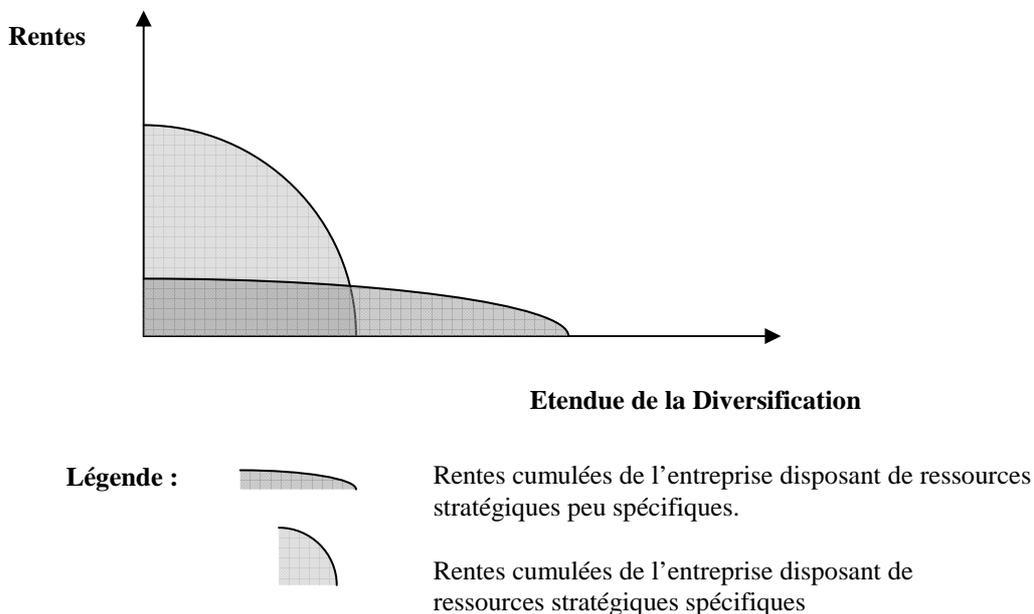
<sup>2</sup> L'offre de ces ressources est forcément limitée dans le moyen terme. Quand bien même une firme disposant d'un actif stratégique rare, source d'avantage concurrentiel, voudrait satisfaire la demande du marché, elle ne le pourrait pas dans le court terme : de telles ressources augmentent progressivement de façon incrémentale dans les entreprises qui les utilisent (voir Dosi, Teece et Winter (1990)). Le modèle ricardien, fondé sur une offre limitée, trouve donc à s'appliquer.

de la diversification peut être développée. Une firme qui possède un actif stratégique très spécialisé, protégé ou difficilement transférable sur un marché, (par exemple une compétence technologique pointue acquise grâce à un service de R&D efficace), bénéficiera d'une importante rente ricardienne. Elle se diversifiera autour de cette compétence, s'appropriant au passage une partie des quasi-rentes liées à la complémentarité d'autres ressources avec cette compétence<sup>1</sup>, mais le champ de sa diversification restera réduit. La spécificité de son actif stratégique limitera l'étendue de sa complémentarité avec d'autres ressources, elle maximisera sa rente avec un niveau de diversification relativement faible. Bénéficiant initialement d'un actif stratégique protégé ou très difficilement imitable, elle se maintiendra cependant à un bon niveau de performance. Prenons maintenant une firme disposant d'une compétence stratégique moins spécifique, car plus susceptible d'imitation ou de transfert par le marché. Ce peut être le cas d'une entreprise qui a su trouver un juste équilibre entre politique d'incitation, mécanismes de coordination et système de contrôle (Collis et Montgomery, 1998). Son actif stratégique réside alors d'une manière générale dans sa performance organisationnelle. Cette compétence, source d'avantages concurrentiels, trouvera un large champ d'application dans des activités variées, même si cette diversification est en partie contrainte (les mêmes caractéristiques organisationnelles ne s'appliquant pas forcément à tous les secteurs). Cet actif stratégique peu spécifique permettra donc à la firme d'entrer dans de nombreux secteurs, mais les quasi-rentes qu'elle en tirera, seront probablement plus éphémères que dans le cas précédent (processus d'imitation par les concurrents), et certainement plus faibles. Cette firme sera donc, selon cette théorie, plus diversifiée afin de maximiser son appropriation des quasi-rentes, mais aussi moins rentable que la précédente. La figure 4 illustre ces deux exemples.

---

<sup>1</sup> On parle ici d'*appropriation* des quasi-rentes car celles-ci sont partagées entre l'entreprise qui apporte son actif stratégique et les propriétaires des autres ressources qui acceptent, après négociation, de mettre leurs ressources à disposition de l'entreprise.

Figure 4 : maximisation des rentes, spécificité des ressources et niveau de diversification



Commentaires : L'entreprise disposant de ressources stratégiques spécifiques obtient des rentes totales cumulées (rentes ricardiennes et quasi-rentes) supérieures pour un niveau de diversification moindre.

En résumé, l'approche par les ressources permet non seulement de prédire le niveau de diversification d'une entreprise à travers leur recherche de maximisation du montant des rentes accumulées, mais aussi son niveau de performance (montant des rentes accumulées). Les firmes disposant d'actifs stratégiques spécifiques maximiseront leurs rentes avec un faible niveau de diversification et seront performantes, les firmes disposant de compétences plus génériques seront plus diversifiées et moins performantes (montant de rentes cumulées moindres).

Deux questions restent en suspens : quels échos trouve le point de vue des ressources dans le contexte des années 60-70 ? Permet-il d'éclairer le mouvement de diversification observé au début de la décennie 70 ? Il convient pour répondre de s'attacher aux ressources principales des entreprises à l'époque. Si l'on suit l'optique des ressources « à rebours », le développement important de la diversification liée et non liée correspond à l'émergence d'actifs stratégiques spécifiques (i.e. techniques, technologies susceptibles d'être déployées

dans un champ restreint) et d'actifs stratégiques plus génériques (par exemple organisationnels). Nous nous attarderons peu sur l'émergence et les caractéristiques de ressources spécifiques au cours de cette période. Tout au plus peut-on suggérer qu'au cours des années 50 à début 70, dans un contexte de forte croissance et d'extension des marchés<sup>1</sup>, les compétences spécifiques de grands domaines d'activité ont trouvé de nouvelles applications. Ainsi la chimie a bénéficié du développement de la pharmacie et parapharmacie, de même l'ingénierie électrique a trouvé de nombreuses applications ; les savoir-faire qui sont associés à ces secteurs sont en général transférables entre activités (Dyas et Thanheiser, 1975). Cependant, Dyas et Thanheiser (1975, p. 35) observent que ces ressources spécifiques qu'ils dénomment « compétences technologiques transférables », permettant a priori une diversification liée, sont peu représentées en France par rapport à l'Allemagne. Au contraire, les points « forts » (ou mieux représentés) de l'industrie française résideraient plus dans des secteurs (produits agricoles et issus de l'agriculture) qui offrent peu de « compétences transférables ». Mais ces analyses restent à un niveau trop général, ces ressources étant spécifiques elles nécessiteraient une analyse plus fine au niveau sectoriel ou au niveau de groupes.

Par contre, le développement de ressources plus génériques, en particulier managériales, a pu être mis en avant pour expliquer le large spectre de diversification à l'époque. Goold et Luchs (1993) voient ainsi dans le développement et la diffusion de compétences managériales une des causes de la diversification. Aux Etats-Unis, la création des « Business Schools » remonte au début du siècle. L'enseignement fondé au départ sur des témoignages de managers en activité s'est orienté dans les années 50 et 60 vers l'étude et l'établissement, à travers une littérature académique, de principes et règles de management (Goold et Luchs, 1993). L'intérêt de la recherche et de l'enseignement en gestion s'est alors porté sur l'identification des principes de base du management, utile à tous les managers (en formation) et applicable à n'importe quel type d'entreprise. Les managers « professionnels » sortis de ces écoles avec des compétences générales ont contribué au cours des années 60 à

---

<sup>1</sup> La croissance est de l'ordre de 6% à 8% l'an entre 1958 et 1962 (3% à 4% d'inflation), puis de 4% à 6% l'an entre 1963 et 1968 (chute provoquée par l'apparition de risques inflationnistes), enfin croissance et inflation s'établissent entre 6% et 7% l'an sur la période 1969-1974 (Stoffaës, 1984).

diffuser, et à mettre en pratique, l'idée selon laquelle ces compétences permettraient d'agir efficacement dans différents secteurs<sup>1</sup>. Ces compétences leur confèrent alors un prestige qui aboutit à une forte demande de ces managers afin d'optimiser l'efficacité dans les associations, les universités, et le gouvernement (Goold et Luchs, 1993). Cette croyance partagée en des compétences génériques, encore assez rares, permettant de gérer n'importe quelle activité a pu selon ces auteurs favoriser le développement des conglomérats dans les années 60-70. Ce qu'ils expriment (p. 9) : « *Durant les années 60, la croissance des conglomérats, avec leurs nombreuses acquisitions d'activités non liées entre différentes industries, fournit presque des conditions expérimentales pour tester l'idée selon laquelle les managers pouvaient appliquer leurs compétences dans de nombreuses activités différentes* ». Selon les auteurs, la réussite de certains conglomérats (Textron, ITT...) a achevé de consacrer ces compétences et la diversification qui leur était associée. Il est aisé de transcrire cette analyse du point de vue des ressources. La compétence générale en management de ces jeunes managers et le léger avantage qu'elle a pu leur conférer lorsque ces compétences étaient encore relativement rares auraient poussé les entreprises possédant ces « ressources managériales » à étendre leur domaine d'activités afin de maximiser leurs quasi rentes. A partir du moment où ces compétences sont devenues communes<sup>2</sup>, la diversification ne se justifiait plus du point de vue des ressources.

Cette conjecture trouve-t-elle à s'appliquer en Europe, plus particulièrement en France ? Certains éléments laissent à penser que le cadre américain et le cadre européen sont assez semblables vis-à-vis de ces ressources managériales. Ainsi, dans la présentation du cadre de leur étude sur l'évolution des stratégies et structure des entreprises françaises et allemandes, Dyas et Thanheiser (1975) invoquent (p. 24) : « *l'existence de similarités environnementales [entre cadre européen et américain] (...) combinée avec une croyance dans*

---

<sup>1</sup> Ces idées se sont progressivement diffusées. Donaldson et Lorsch (1983) relèvent, dans une étude sur la prise de décision dans 12 grandes entreprises américaines dans les années 70, que la plupart des présidents (CEO) n'ont pas fréquenté l'Université et que peu sortent d'Universités prestigieuses (2 ont un MBA). A contrario, les managers qui les entourent « tendent à posséder plus d'expérience formalisée de gestion que leurs supérieurs » (p. 16-19).

<sup>2</sup> Nous verrons dans la paragraphe suivant qu'à partir du milieu des années 70, le formidable essor des outils d'analyse stratégique a banalisé la « professionnalisation » de la gestion.

*un certain degré d'universalité dans les besoins managériaux liés à un ensemble d'activités industrielles* ». C'est aussi dans les années 60 que se fait ressentir en France le besoin de compétences de gestion (création de la FNEGE). Goold et Luchs (1993) notent ainsi (p. 9) : « *En Europe aussi s'est manifesté un intérêt pour les compétences générales en management. La création des écoles d'administration et de gestion en Angleterre et en France durant les années 60, et l'intérêt croissant porté à l'enseignement en gestion fut en partie motivé par le besoin ressenti de doter les managers européens des mêmes compétences que leurs concurrents américains* ». De la même façon s'exerçait une sorte de fascination face à ces compétences, et la crainte que les Etats-Unis n'aient acquis une longueur d'avance dans ce domaine comme en attestent certaines publications (ex : Servan-Schreiber, 1967). Mais on peut aussi trouver des limites à la similarité entre cadres américains et français. Selon Dyas (1975, p. 35 ; p. 38), les compétences marketing des managers français, élément plutôt favorable à une diversification, ont été sous-exploitées jusque dans les années 60. Ceci ne tiendrait pas fondamentalement au retard pris par la France dans le développement de compétences managériales, mais plutôt à la formation et à la culture nationale qui auraient favorisé une approche d'ingénieur fondée sur la production au détriment d'une approche marketing orientée vers les marchés.

L'approche fondée sur les ressources propose donc un cadre dans lequel la diversification trouve une justification. Elle permet même, en s'appuyant sur l'hétérogénéité des ressources et sur les rentes qui leur sont associées, de justifier des niveaux de diversification différents auxquels sont associées différents niveaux de performance (en terme de rentes accumulées). Cette approche dépasse donc l'analyse classique des frontières de l'entreprise fondée sur les synergies d'exploitation<sup>1</sup>. En effet, les synergies d'exploitation ont pour sources principales les économies d'échelle et les économies de variété ou d'envergure (« economies of scope »). Les économies d'échelle visent à améliorer l'efficacité du processus de production par un effet de taille et d'expérience. Elles n'offrent donc pas de justification à

---

<sup>1</sup> On rappelle qu'un effet de synergie se manifeste lorsque le regroupement de plusieurs entités auparavant indépendantes crée un ensemble dont la valeur est supérieure à la somme des valeurs des entités considérées isolément. Les synergies sont dites « d'exploitation » si elles ont un impact direct sur le résultat économique de l'entreprise (Excédent brut d'exploitation).

un mouvement de diversification, leur réalisation passe au contraire par une spécialisation. Les économies d'envergure se fondent sur un effet taille dont l'objectif est de faire bénéficier les nouvelles entités ou activité des services ou avantages possédés par l'entreprise (partage des ressources fonctionnelles, pouvoir de négociation face aux fournisseurs et client). La notion d'économie d'envergure tend à se rapprocher du cadre de l'économie des ressources, elle est cependant beaucoup moins riche et doit en être distinguée : la nature des ressources n'est pas développée, il s'agit le plus souvent uniquement des ressources liées aux services fonctionnels. Par ailleurs, les notions de rentes et de quasi-rentes sont totalement absentes de l'analyse en terme d'économie d'envergure. Aucune prédiction concernant l'étendue et la direction de la diversification ne peut en être tirée. La notion d'économie de variété est donc plus proche du cadre d'analyse néoclassique, où les ressources ne sont considérées comme relativement homogènes, que du point de vue des ressources<sup>1</sup>.

En tentant d'éclairer le mouvement de diversification des années 60 et 70 à l'aune de l'optique des ressources, il nous est apparu difficile de mettre en évidence des caractères spécifiques des ressources de l'entreprise à l'époque. Cette approche s'applique en fait essentiellement au niveau de l'organisation qu'est l'entreprise, il est difficile de l'intégrer dans un contexte économique particulier, le niveau d'analyse devenant alors trop général. Ceci ne constitue cependant pas une limite au caractère explicatif de cette approche. Nous verrons dans la seconde partie que ce niveau d'analyse assez fin peut être compatible avec une approche contractuelle de l'organisation. Les compétences managériales évoquées et les rentes et quasi-rentes qui leur sont attachées faisant le lien entre ces deux cadres théoriques (Castanias et Helfat, 1992). Restant pour l'instant à un niveau d'analyse assez large, nous nous concentrons sur les imperfections du marché financier en relation avec la diversification observée.

---

<sup>1</sup> Notons que Markides et Williamson (1995), avec une définition plus restreinte des actifs stratégiques, et une définition plus large des économies d'échelle et de variété, intègrent ces économies dans le point de vue fondé sur les ressources.

## **SECTION 2 : Imperfections sur le marché financier et diversification**

Nous rappelons dans un premier temps qu'en l'absence de synergies d'exploitation telles qu'elles ont été définies au paragraphe précédent, la diversification par regroupement d'entreprises ne se justifie pas du point de vue de l'investisseur dans un marché parfait et efficient. Dans ce cadre, l'existence de synergies financières<sup>1</sup> se justifie difficilement, sauf à considérer que la diversification influe sur le risque d'emprunt de l'entreprise (Lewellen, 1971). Il nous faut alors, pour expliquer l'intérêt de la diversification, lever des hypothèses. Le marché pourrait ne pas être efficient et sous-valoriser certaines entreprises, la prise en compte des coûts de transaction sur le marché et leur intégration au sein du modèle CAPM (Capital Asset Pricing Model : Sharpe (1964) et Lintner (1965)) pourrait aussi expliquer le regroupement d'entreprises (Levy 1991). Les motifs avancés par Levy (1991) dans le cadre du GCAPM (General Capital Asset Pricing Model) nous amènerons à reconsidérer la traditionnelle distinction entre risque spécifique et risque systématique dans le cadre des opérations stratégiques de diversification.

### **2.1 Théorie financière moderne et diversification**

#### **2.1.1 Les origines du MEDAF<sup>2</sup>**

Markowitz (1959) a le premier évalué l'impact d'une diversification sur un portefeuille de titres. Il a montré, compte-tenu de la covariance entre les rentabilités des titres, que la variance d'un portefeuille pouvait être inférieure à la moyenne des variances des titres qui le composent (si leurs coefficients de corrélation deux à deux sont inférieurs à l'unité). Les limites de la diversification ont aussi été mises en évidence : une vingtaine de titres pris aléatoirement élimine la quasi totalité de la variance « diversifiable ». Parmi ces portefeuilles,

---

<sup>1</sup> Par opposition aux synergies d'exploitation, les synergies financières n'ont pas d'impact direct sur le résultat économique de l'entreprise, mais sur son coût du capital, i.e. le taux auquel doivent être actualisés ses flux de liquidités.

<sup>2</sup> Le terme « Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers » (MEDAF) correspond à la traduction de CAPM.

compte-tenu de l'aversion au risque et de la rationalité des investisseurs, certains dominent les autres. Il s'agit de ceux qui :

-pour un niveau de risque donné offrent le rendement maximum.

-pour un niveau de rentabilité donné offrent le risque minimum.

La représentation de l'ensemble de ces portefeuilles dans le plan « espérance (x)-variance (y) » forme une courbe croissante à coefficient décroissant que Markowitz nomme « frontière efficiente ».

Les recherches de Markowitz (impact et limites de la diversification de portefeuille) remettent déjà en cause l'existence de synergies financières liées au risque d'exploitation. En effet, si les actionnaires peuvent opérer au niveau de leur portefeuille une diversification à faible coût, l'entreprise n'a aucun intérêt à répliquer cette diversification au niveau de son portefeuille d'activités. L'actionnaire ne rémunère pas une diversification qu'il peut opérer à moindre coût à son niveau.

Par la suite, Sharpe (1964) et Lintner (1965) en approfondissant les travaux de Markowitz ont développé un modèle d'équilibre partiel (le MEDAF) permettant de quantifier le prix du risque et réfutant plus clairement l'intérêt des synergies financières de diversification dues à une moindre variabilité des flux d'exploitation.

### **2.1.2 MEDAF et diversification**

Plutôt que de recourir aux covariances entre chacun des titres, Sharpe (1964) rapproche l'évolution du cours de chaque titre à un indice de référence : l'indice de marché. Il introduit en plus dans l'analyse un actif sans risque. Il débouche ainsi, pour chaque titre, sur une relation entre l'espérance de rentabilité d'un portefeuille de titres et l'espérance de rentabilité du marché :

$$E(Rp) = rf + (E(Rm) - rf) \frac{\sigma_p}{\sigma_m} \quad (1)$$

où  $E(R_p)$  = Espérance de rentabilité du portefeuille

$r_f$  = taux sans risque supposé constant

$\sigma_p$  = écart-type des rentabilités du portefeuille

$\sigma_m$  = écart-type des rentabilités du marché.

Pour un portefeuille parfaitement diversifié, c'est-à-dire situé sur la frontière efficiente, il existe la relation  $\sigma_p = \beta_p \times \sigma_m$  où  $\beta_p$  représente le coefficient directeur de la droite de régression entre les rentabilités du portefeuille et celles de l'indice de marché. De la même façon, pour un titre  $i$  destiné à s'intégrer dans un portefeuille efficient,  $\sigma_i = \beta_i \times \sigma_m$ . L'équation (1) devient donc :  $E(R_i) = r_f + (E(R_m) - r_f) \beta_i$  où  $E(R_i)$  est l'espérance de rentabilité du titre  $i$ .

L'analyse de Sharpe fait aussi apparaître qu'il existe un portefeuille « sur-efficient » : c'est celui pour lequel la pente de la droite représentative de l'équation (1) dans l'espace espérance-variance est maximale, c'est-à-dire le portefeuille de marché (portefeuille constitué de l'ensemble des titres pondérés au prorata de leur capitalisation boursière). Autrement dit, un seul portefeuille risqué doit être choisi par l'investisseur rationnel, puis combiné (suivant son degré d'aversion au risque) à l'actif sans risque : le portefeuille de marché.

L'enseignement principal de Sharpe est que, chaque titre devant s'intégrer dans le portefeuille de marché, le seul risque à prendre en compte pour l'évaluation d'un titre est le risque non diversifiable représenté par son  $\beta$ . Du coup, non seulement l'actionnaire peut, à moindre coût, effectuer une diversification de son portefeuille, mais il doit aussi le faire puisque, en moyenne, le portefeuille optimal en terme de rentabilité-risque est le portefeuille

---

<sup>1</sup> L'équation (1) dans sa dernière forme est celle de la « security market line » dans l'espace espérance-beta, sur laquelle chaque titre destiné à intégrer un portefeuille efficient (i.e. parfaitement diversifié) se trouve. Dans l'espace espérance-variance, on peut représenter la droite de marché des capitaux (« Capital market line »), c'est celle qui maximise la pente de la droite, elle correspond à une combinaison du portefeuille de marché et de l'actif sans risque. Pour un exposé clair et approfondi, cf. Goffin (1998).

de marché. La recherche de synergies purement financières par diversification au niveau des entreprises est donc vaine. Ceci peut être illustré par l'exemple suivant : supposons 2 entreprises ayant une taille et une structure financière identiques, de risques systématiques et de rentabilités respectives  $\beta_a, \beta_b$  et  $R_a, R_b$ . Elles désirent fusionner. Une des propriétés des  $\beta$  est que le  $\beta$  d'un portefeuille de titres est égal à la moyenne des  $\beta$  des titres qui le composent. S'il n'existe aucune synergie se traduisant au niveau des flux d'exploitation, le nouvel ensemble a une rentabilité de  $(R_a + R_b)/2$  et un risque systématique de  $(\beta_a + \beta_b)/2$ . Or, soit :

$$E\left(\frac{R_a + R_b}{2}\right) = r_f + (E(R_m) - r_f)\left(\frac{\beta_a + \beta_b}{2}\right) \quad (2), \text{ on a :}$$

$$(2) \Leftrightarrow E(R_a) = r_f + (E(R_m) - r_f)\beta_a \text{ et } E(R_b) = r_f + (E(R_m) - r_f)\beta_b$$

Autrement dit, les entreprises A et B ont engagé une opération strictement neutre du point de vue de la rentabilité exigée par les actionnaires (principe d'additivité). La recherche d'effets synergiques purement financiers se révèle donc, à ce niveau, coûteuse (coûts de la fusion-absorption) et sans intérêt. Elle ne doit pas être entreprise.

Mais cette analyse n'envisage l'effet d'un rapprochement d'entreprises que du point de vue des actionnaires sans prendre en compte les autres apporteurs de capitaux. Lewellen (1971) avance que le rapprochement d'entreprises peut, dans le cadre de marchés parfaits, se révéler (indirectement) profitable pour ses actionnaires, grâce à l'augmentation de la capacité d'endettement qu'elle autorise. Si deux firmes dont les cash-flows ne sont pas parfaitement corrélés<sup>1</sup> fusionnent, la probabilité de défaut des entreprises jointes est inférieure à celle de chaque firme prise séparément. Cet effet de coassurance est perçu par les créanciers dont Lewellen suppose qu'ils fixent les conditions de leur concours (taux, montant, garanties) en fonction de la probabilité que les cash flows générés soient insuffisants pour assurer les termes des contrats de prêt. Il en résulte une capacité d'endettement (à conditions identiques) des firmes jointes supérieure à la somme des capacités de chaque firme. Lewellen (1971) voit

---

<sup>1</sup> Les flux de liquidités de deux entreprises seront d'autant moins corrélés que les marchés visés par chacune d'elles sont différents. L'argumentation de Lewellen concerne donc principalement des opérations de diversification peu ou non liée.

dans cette capacité d'endettement supplémentaire un avantage pour les actionnaires dans la mesure où la dette bénéficie d'un traitement fiscal privilégié<sup>1</sup>. Il existe donc pour Lewellen des synergies financières liées aux opérations de fusions et acquisitions, particulièrement dans le cas de diversification.

Cependant, son argumentation est critiquable. D'une part l'avantage fiscal de la dette reste incertain lorsque l'on intègre les taxes individuelles et autres taxes (De Angelo et Masulis, 1980). Mais cette limite n'est pas fatale à l'argumentation de Lewellen (1971) : comme le fait remarquer Higgins (1971)<sup>2</sup> dans une critique de cet article, l'intérêt des actionnaires, et le débat sur la structure optimale du capital, n'est pas nécessairement à prendre en compte dans l'analyse. L'augmentation de la capacité d'endettement, pour autant qu'elle n'entraîne pas de transfert de richesse au détriment des actionnaires, est souhaitable du point de vue des entreprises jointes car elle augmente la valeur des entités jointes par rapport à leur valeur prise isolément. Higgins (1971) avance cependant une faiblesse plus fondamentale dans l'argumentation de Lewellen (1971) : il montre que si la valeur espérée d'un emprunt global à deux firmes jointes se révèle supérieure à la somme des valeurs espérées de deux emprunts accordés à deux firmes indépendantes pour le prêteur, la variance de cet emprunt global augmente par rapport à la somme des variances des emprunts séparés. Autrement dit, l'avantage pour le créancier de la fusion n'est pas automatique : si ce dernier ne s'intéresse pas seulement au risque de défaut, mais d'une manière plus générale à la variance de l'emprunt, l'avantage dépend de son aversion au risque.

En résumé, si l'on se place du point de vue de l'investisseur dans le cadre d'hypothèses du MEDAF, la diversification ne devrait pas être entreprise au niveau des firmes. Il suffit cependant de lever une des hypothèses pour que la diversification au niveau de la firme retrouve sa légitimité théorique du point de vue de l'investisseur.

---

<sup>1</sup> Cet impact de la dette sur la valeur de la firme résulte de l'analyse Modigliani et Miller (1958, 1963).

<sup>2</sup> Cette critique figure, avec d'autres, à la suite de l'article de Lewellen (1971).

## 2.2 MEDAF, coûts de transaction et diversification

Lévy (1991) intègre des coûts de transaction dans le MEDAF. Les coûts variables de transaction sont sans effet sur les résultats du MEDAF, par contre les coûts fixes de transaction altèrent sensiblement ses résultats quant à la diversification. Les coûts fixes de transaction « *consistent principalement en ceux associés à des événements intervenant dans l'entreprise dont les actions sont achetées (par exemple la lecture des rapports périodiques, la recherche d'information sur des événements futurs possibles, et même le temps nécessaire pour suivre les cotations journalières)* » (p. 101). Ces coûts fixes peuvent varier d'un investisseur à l'autre. La principale conséquence de leur existence est que le marché devient segmenté : chaque investisseur n'a accès, du fait de ces coûts, qu'à un nombre limité de titres dans son portefeuille. Cette segmentation du marché des titres débouche sur un modèle généralisé du MEDAF<sup>1</sup> : au fur et à mesure que la segmentation entre les marchés des titres s'amenuise, on se rapproche du cas (particulier) du MEDAF.

On pourrait objecter à cette analyse que des fonds communs de placement pourraient détenir l'ensemble des titres au prorata de leur valeur (portefeuille de marché), et ne pas facturer de frais fixes à leurs souscripteurs. Du coup, le marché ne devrait pas être segmenté. Cependant Lévy (1991) s'insurge contre cette objection en supposant que ces fonds communs ont un « pouvoir de monopole » sur les titres qu'ils intègrent : la compétition n'est pas parfaite entre les fonds<sup>2</sup>, tous les titres ne sont pas intégrés par les fonds communs.

Le GCAPM (Generalized Capital Assets Pricing Model) de Lévy est semblable sur plusieurs points au classique CAPM : il se fonde sur une analyse en terme d'espérance-variance, il conduit à un équilibre mais sur des marchés segmentés. Il diffère cependant dans l'analyse des opérations de rapprochement d'entreprise. Il convient de noter que chaque investisseur, en fonction de sa richesse en particulier, investit dans un nombre de titres limité

---

<sup>1</sup> Lévy dénomme ce modèle le GCAPM (Generalized Capital Assets Pricing Model), on peut le traduire par MEDAF généralisé.

<sup>2</sup> Lévy (1991) ajoute que la version de Markowitz (1989) du GCAPM est compatible avec l'existence des fonds mutuels et que, même en présence d'un « portefeuille de marché », une contrainte portant sur la « non vente à découvert » et limitant le recours à l'endettement implique que le portefeuille de marché ne sera pas optimal pour tous les investisseurs.

(parmi lesquels peuvent figurer des fonds communs). Chaque investisseur possède « un marché »<sup>1</sup>. Il n'investit pas dans un nombre de titres supérieur car à chaque titre intégré dans le portefeuille est attaché un coût fixe qui peut excéder les bienfaits que lui apporte une diversification supplémentaire. A Partir de ce constat, Lévy (1991) dérive plusieurs résultats qui se démarquent de ceux obtenus dans le cadre du MEDAF, en particulier le principe d'additivité tel que nous l'avons illustré dans le paragraphe précédent (cf. exemple du § « 2.1.2 MEDAF et diversification ») ne tient plus.

Dans le cas où deux firmes appartenant *au même segment*<sup>2</sup> fusionnent, le principe d'additivité ne tient plus. Ceci est en partie lié à la variation de l'espérance et de l'écart-type des rentabilités du portefeuille du segment. Dans le MEDAF, les caractéristiques espérance et écart-type des rentabilités, du portefeuille de marché sont relativement insensibles à la fusion de deux entreprises. Il n'en va pas de même dans un segment du MEDAF généralisé puisque le nombre de titres que comporte chaque segment est limité. Si deux firmes du même segment fusionnent, l'espérance et l'écart-type des rentabilités de ce segment peuvent varier, impliquant une modification de la frontière efficiente, donc une modification de la valeur de la firme issue de la fusion. Quand bien même l'espérance et l'écart-type des rentabilités du portefeuille de ce segment ne seraient pas modifiés, le principe d'additivité ne tient pas pour autant. Lévy (1991) illustre ce mécanisme par l'exemple suivant. Considérons deux firmes  $i$  et  $h$  du même segment. Leurs valeurs respectives sont  $V_i=100$  et  $V_h=300$ . Dans ce segment, les investisseurs optimisent leur investissement en détenant 10% de la firme  $i$  et 50% de la firme  $h$ <sup>3</sup>. Si les deux firmes fusionnent, les investisseurs se trouvent obligés de détenir une proportion fixe des firmes  $i$  et  $h$  et ne peuvent plus atteindre leur optimum. Par exemple si la valeur des firmes fusionnées s'établit à  $V_f=400$  et que la part qu'ils détiennent dans le nouvel ensemble est de 40%, ils détiennent 40% de la firme  $i$  et 40% de la firme  $h$ , ils perdent donc la

---

<sup>1</sup> Notons que ces « marchés » ne sont pas exclusifs les uns des autres : les titres d'une même firme peuvent appartenir à plusieurs segments du marché, par ailleurs plusieurs agents peuvent posséder le même segment.

<sup>2</sup> Cela signifie qu'on s'intéresse aux investisseurs qui possèdent les mêmes titres dans leur segment, parmi ces titres figurent les deux firmes qui fusionnent.

<sup>3</sup> Notons que la détention de chaque titre dans une proportion différente de celle que représente sa valeur dans le marché considéré est incompatible avec le MEDAF pour lequel existe un portefeuille de marché, mais est tout à fait compatible avec le MEDAF généralisé.

possibilité de détenir 5 unités de la firme  $h$  contre 1 de la firme  $i$  comme ils le désirent et sont maintenant obligés de détenir une proportion de 3  $h$  pour 1  $i$ . Par la suite, les investisseurs peuvent faire varier leur investissement dans l'ensemble fusionné  $f$  (achat ou vente), ce qui peut se matérialiser, à l'équilibre, par une situation où  $V_f \neq V_h + V_i$ . Ce changement dans la valeur des titres, compte-tenu du faible nombre de titres dans le segment, affectera l'espérance et l'écart-type de ses rentabilités, et le nouvel équilibre sera caractérisé par des nouvelles valeurs de ces paramètres.

L'effet d'une fusion sur la valeur de deux firmes appartenant au même segment reste donc a priori indéterminé. Lévy(1991) montre cependant que dans des cas particuliers, la fusion se traduira par une augmentation de valeur à l'équilibre. Ainsi, s'il existe deux segments, l'un composé de firmes importantes, l'autre de firmes plus petites, sous les hypothèses d'égalité des espérances et variances des rentabilités pour chaque titre de chaque segment<sup>1</sup>, le passage d'une firme du segment « petites entreprises » au segment « grandes entreprises » devrait se traduire, a fortiori s'il y a fusion, par une hausse de la valeur de l'ensemble fusionné<sup>2</sup>. Comme dans l'exemple précédent, cet effet sur la valeur est soumis aux variations concomitantes des espérances et variances des rentabilités qui peuvent découler de la fusion. Si la fusion est réalisée par une « petite entreprise » ou dans un segment où coexistent grandes et petites entreprises, l'effet de la fusion est beaucoup plus incertain : il peut être positif ou négatif.

En résumé, bien que l'effet d'une fusion reste soumis à de nombreux éléments difficilement identifiables (existence de segments de marché d'entreprises de « faible valeur », évolution de l'espérance et de la variance des rentabilités de ces hypothétiques segments), l'analyse de Lévy (1991) permet de faire quelques prédictions. Il conclut : « *ainsi, plus l'entreprise cible sera petite (et par conséquent moins connue et cotée dans un marché peu actif), plus le gain espéré de la fusion sera important* » (Levy 1991, p. 117).

---

<sup>1</sup> Lévy (1991) suppose aussi que les rentabilités des titres sont indépendamment distribuées, ceci sera a priori plus le cas dans les fusions conglomerales que dans les fusions horizontales.

<sup>2</sup> La hausse profite surtout à la « petite entreprise » qui passe dans le segment des « grandes entreprises », l'effet sur la « grande » entreprise absorbante est contingent au nombre d'entreprises qui passent du segment des petites entreprises à celui des grandes et au transfert de valeur que réalise ces passages d'un marché à l'autre.

Cette prédiction peut expliquer le résultat de Bhagat, Hirshleifer et Noah (1999) pour lesquels la création de valeur, exprimée en fraction de la valeur de la cible, est supérieure lorsqu'une entreprise de grande taille acquiert une cible de petite taille. Les autres résultats prédits par Lévy(1991), sont cohérents avec l'observation maintes fois renouvelée dans l'étude des fusions et acquisitions d'un gain quasiment nul, voire d'une perte, pour l'acquéreur tandis que la cible profite d'une prime substantielle (Dumontier et Humbert 1996, Dumontier et Pecherot 1998).

L'analyse de Lévy (1991) est aussi intéressante du point de vue de la mesure pertinente du risque pour les investisseurs. Bien que se situant dans le cadre d'un modèle d'équilibre issu du MEDAF, la traditionnelle dissociation entre risque spécifique et risque systématique n'est plus pertinente. En effet, dans le MEDAF seul le  $\beta$  de l'entreprise (cf. équation (1) § 1.2.1) détermine la prime de risque. Puisque le marché comporte un grand nombre de titres, l'influence de la variance des rentabilités de l'un de ces titres sur les primes de risque est négligeable. Il n'en va pas de même dans le MEDAF généralisé. Cette fois, l'investisseur n'a accès qu'à un nombre limité de titres (un segment du marché). Si  $k$  est le nombre de titres que comporte ce segment, la prime de risque du titre  $i$  dans ce segment sera déterminée par  $\beta_{ik} = \text{cov}(R_i, R_k) / \sigma_k^2$ , où  $\beta_{ik}$  désigne le risque systématique du titre  $i$  dans le segment,  $\text{cov}(R_i, R_k)$  désigne la covariance entre les rentabilités du titre  $i$  et les rentabilités du portefeuille du segment et  $\sigma_k^2$  la variance des rentabilités du portefeuille du segment. Puisque  $k$  est limité, la variance du titre  $i$  représente alors une composante importante de  $\beta_{ik}$ . Autrement dit, la variance totale des rentabilités du titre et non uniquement son risque systématique est un facteur important de détermination de sa prime de risque.

L'idée selon laquelle la mesure pertinente du risque de l'entreprise, même pour les investisseurs, serait sa variance totale est confirmée par les études de Lévy (1978) et Douglas (1969) qui trouvent que la prime de risque dépend autant, voire plus, de la variance totale que du  $\beta$  de l'entreprise. Pour autant que la diversification de l'entreprise agisse sur son risque, un nouveau motif expliquant la diversification –la gestion du risque de l'entreprise- voit le jour. Cette idée est relayée par l'importance qu'accordent les chercheurs en management et les praticiens au risque dans la définition des stratégies d'entreprise (Amit et Wernerfelt 1990).

## 2.3 Risque de l'entreprise et diversification

Lorsque le marché financier est segmenté, le risque spécifique de l'entreprise et son risque systématique ne sont pas indépendants comme le montre l'analyse de Lévy (1991). D'autres chercheurs mettent en avant les déterminants communs du risque systématique et spécifique pour expliquer la corrélation entre ces risques (Lubatkin et Chatterjee 1994). Dès lors, une gestion du risque de l'entreprise par le manager se justifie, en particulier à travers la stratégie mise en oeuvre. Il ne s'agit pas pour le manager de faire valoir ses propres intérêts<sup>1</sup>, mais d'optimiser le niveau de risque de l'entreprise compte-tenu des contingences liées à l'environnement (imperfections sur le marché financier), de telle sorte que la diversification réalisée soit bénéfique aux actionnaires mais ne puisse pas être réalisée à leur niveau sur les marchés financiers imparfaits.

Si la théorie financière, via le MEDAF généralisé, et le management stratégique s'accordent pour reconnaître au dirigeant un rôle dans la gestion du risque de l'entreprise, force est de constater que ce rôle diffère dans chaque conception par son ampleur. Dans le MEDAF généralisé, on reconnaît que les opérations stratégiques, telles les acquisitions, peuvent se révéler bénéfiques pour les actionnaires (Lévy 1991). Mais le rôle du dirigeant est minoré : en entreprenant ce genre d'actions, il provoque certes une modification de l'environnement de l'entreprise, mais celle-ci n'est ressentie par les actionnaires qu'au niveau de l'optimisation de leur portefeuille. La conception stratégique ne se limite pas à ce mécanisme. A partir d'une conception plus large du risque, elle intègre les interactions entre choix stratégiques et environnement de la firme (marché financier mais aussi marché des biens et services). Une relation entre le risque de l'entreprise pour les actionnaires et le type de stratégie peut en être dérivée comme le propose Lubatkin et Chatterjee (1994).

Le MEDAF et ses dérivés prennent comme mesure du risque d'un titre la variance de ses rentabilités. Ce risque est ensuite décomposé entre un risque systématique, représenté par la part de la variance des rentabilités du titre expliquée par la variance des rentabilités du

---

<sup>1</sup> Nous verrons dans la seconde partie que la gestion du risque de l'entreprise par le manager comporte un risque que celui-ci favorise ses propres objectifs, mais il n'en est pas question ici.

marché, et le risque spécifique, résidu non expliqué. Cette mesure se justifie bien dans le cadre théorique du MEDAF original, puisque le modèle est un modèle statique à deux périodes où les firmes sont censées conserver les mêmes caractéristiques d'une période à l'autre. La mise en pratique de cette mesure<sup>1</sup>, se heurte cependant à des difficultés : le cadre n'est plus celui d'un modèle statique. La structure financière, les marchés de l'entreprise, sa compétitivité, la technologie ne restent pas inchangés au cours de la période d'estimation des composantes du risque de l'entreprise. En conséquence, la mesure financière du risque de l'entreprise se révèle empiriquement très instable (Maillet et Raymond 1997). Ceci est un argument de plus, plaidant en faveur d'une gestion de ce risque par le manager. Ce n'est donc pas le grief que fait le management stratégique à cette approche du risque. Il s'attache plus à décrire le caractère *ex post* de cette mesure à base de variance, alors que le manager, dans un environnement dynamique, accorde plus d'importance au risque perçu *ex-ante*. Face au changement possible de technologie, aux actions stratégiques des concurrents qui constituent des risques difficilement quantifiables et subjectifs, les managers vont entreprendre des actions au niveau de leur entreprise. Ce faisant, ils vont contribuer à modifier leur environnement et, in fine, influencer les risques systématiques et spécifiques de l'entreprise tels que les mesure la théorie financière. Lubatkin et Chatterjee (1994) montrent que dans ce contexte stratégique les composantes systématiques et spécifiques du risque ne sont pas indépendantes de l'environnement de l'entreprise.

Lubatkin et Chatterjee (1994) remarquent qu'une distinction nette entre sources du risque systématique et sources du risque spécifique s'avère difficile à établir. Il est certes possible de considérer que les « forces macro-économiques » (Lubatkin et Chatterjee 1994, p. 111) constituent des sources de risque systématique et que le décès d'un dirigeant ou la perte d'un client sont des sources de risque spécifique. Mais les auteurs avancent que des facteurs structurels spécifiques à une industrie, tels les barrières à l'entrée, sont autant source de risque systématique que source de risque spécifique<sup>2</sup>. Si l'on se place du point de vue de l'économie

---

<sup>1</sup> Empiriquement, ces deux composantes sont généralement déterminées en régressant les rentabilités du titre sur les rentabilités du marché. Le coefficient représente la composante systématique du risque, les résidus constituent la composante inexplicée, dite spécifique, du titre.

<sup>2</sup> On notera que dans leur analyse, comme dans celle de Levy (1991), c'est une segmentation des marchés (barrières à l'entrée) qui est à l'origine de la dépendance entre risque systématique et risque spécifique.

industrielle, les barrières à l'entrée apparaissent comme un déterminant direct du risque systématique de l'entreprise. En conférant à l'entreprise un pouvoir de marché qui lui permet de contrôler les coûts des entrants (*input costs*) et les prix de vente (*output prices*), les barrières à l'entrée lui offrirait la possibilité de limiter la sensibilité de sa rentabilité aux perturbations macro-économiques. Le risque systématique de l'entreprise devrait donc être négativement influencé par l'existence de barrières à l'entrée. Les résultats de Subrahmanyam et Thomadakis (1980) ainsi que Moyer et Chatfield (1983) corroborent cette hypothèse. Mais ces barrières à l'entrée dépendent en partie de caractères spécifiques à l'entreprise ou l'industrie (Bettis, 1983). En particulier, les actions stratégiques des entreprises présentes sur le marché (fusions acquisitions, alliances, désengagements, lancement d'une nouvelle technologie ou d'un nouveau « standard » de produit) peuvent affecter le niveau des barrières à l'entrée dans cette industrie. Il s'ensuit que des caractères spécifiques à l'entreprise, censés se refléter dans son risque spécifique, vont en partie déterminer les caractères structurels spécifiques de l'industrie, ces derniers influençant directement son risque systématique. Pour synthétiser le raisonnement en reprenant les notations de Lubatkin et Chatterjee (1994), on écrira :

Risque systématique = f(barrières à l'entrée + autres variables)

Et Barrières à l'entrée = f(« influences du risque spécifique »)<sup>1</sup>

En des termes plus généraux, l'analyse de Lubatkin et Chatterjee (1994) conduit à affirmer que l'action qu'exerce l'entreprise sur son environnement concurrentiel influe sur son risque systématique. La capacité de l'entreprise à tirer profit de son influence sur les marchés dans lesquels elle intervient, en diminuant son risque systématique, dépend selon les auteurs de ses caractéristiques spécifiques. Ainsi un lien est créé entre le type de stratégie-caractéristique spécifique de l'entreprise- et son risque systématique.

Les cinq types de stratégies qu'ils distinguent sont issus de la classification de Rumelt

---

<sup>1</sup> Par « influences du risque spécifique » les auteurs entendent « *tous les aspects spécifiques à une industrie qui ne sont pas fortement liés aux perturbations macro-économiques* » (p. 112). Nous aurions volontiers remplacé le terme « influences » par celui de « sources » pour la cohérence du raisonnement, mais nous n'aurions pas été fidèles à la traduction.

(1974). Chaque type de stratégie est étudié selon sa capacité à défendre la position concurrentielle de l'entreprise par rapport à ses concurrents<sup>1</sup>. Plus une stratégie permet à l'entreprise de défendre sa position concurrentielle, moins ses rentabilités sont affectées par les perturbations macro-économiques, et plus elle permet à l'entreprise d'obtenir un risque systématique et spécifique faible. L'efficacité d'une stratégie dans la défense de la position concurrentielle d'une entreprise dépend des synergies qu'elle permet de tirer d'interconnexions au sein de l'entreprise, et, entre l'entreprise et son environnement. Ces interconnexions sont de trois types<sup>2</sup>. Les premières (dîtes « tangibles » ou matérielles) consistent en la mise en commun, au sein des activités de l'entreprise, d'une fonction (production, distribution, approvisionnement...). On retrouve donc dans ces interconnexions tangibles les économies de variété ou d'envergure déjà évoquées (cf. § « 1.2 L'optique des ressources »). Les secondes sont dites « intangibles » ou immatérielles. Il s'agit de la mise en commun entre les activités de compétences ou d'une « logique commune » (Lubatkin et Chatterjee 1994, p. 116) qui ne résident pas dans une fonction particulière de l'entreprise. Enfin le troisième type, les interconnexions de concurrence, se situe entre l'entreprise et son environnement. Ces interconnexions surviennent lorsque la concurrence est multipolaire, c'est - à -dire lorsque les firmes luttent les unes contre les autres sur plusieurs marchés simultanément. Il est alors nécessaire d'envisager, lors de la définition de la stratégie sur un secteur, les représailles que peuvent mener d'autres firmes multipolaires concurrentes dans d'autres secteurs, afin de parvenir à un équilibre avec ces concurrents sur l'ensemble des secteurs disputés.

La stratégie de diversification contrainte (cf Chapitre 1, tableau 2, § 2.1.1) où « les firmes gèrent un ensemble d'activités non concurrentielles partageant des technologies de production, de marketing et de recherche similaires » (Lubatkin et Chatterjee 1994, p. 115) est la plus à même de réduire le risque de l'entreprise selon les auteurs. Elle offrirait la possibilité

---

<sup>1</sup> Notons que ce faisant, Lubatkin et Chatterjee (1994) hiérarchisent les types de stratégie selon leur capacité à réduire leur risque systématique (ainsi que spécifique), ce qui ne revient ni plus ni moins à affirmer que certaines stratégies sont plus performantes que d'autres, en faisant un détour par le risque.

<sup>2</sup> Il s'agit en fait des interconnexions que définit Porter (1986) et dont l'entreprise doit tenir compte au niveau de sa stratégie globale, par opposition à la stratégie définie au niveau des unités ou activités.

de bénéficier des avantages attachés aux trois types d'interconnexions : partage de fonctions, partage de compétences ou d'une logique commune, équilibre avec les concurrents sur les différents marchés disputés. A l'opposé, les entreprises non diversifiées, spécialisées sur une activité, ne pourraient bénéficier d'aucun des avantages liés aux interconnexions. Elles se trouveraient donc fortement exposées aux perturbations spécifiques à leur secteur d'activité et macro-économiques. Leur risque systématique et spécifique devrait être élevé. Entre ces deux extrêmes, les auteurs accordent quelques avantages possibles aux stratégies d'intégration verticale et de diversification (non contrainte) liée, et aux catégories « dominantes contraintes ». La stratégie de diversification non liée ne permettrait pas, contrairement à ce que stipule la théorie du portefeuille, de réduire les risques de l'entreprise : les différentes activités agissent comme des entreprises spécialisées et ne permettent pas de profiter des différentes interrelations. L'avantage que présente la stratégie de diversification non reliée par rapport à la stratégie de spécialisation en terme de risque devrait être faible voire inexistant compte-tenu de la moindre réactivité qu'elle entraîne face aux variations de l'environnement (Lubatkin et Chatterjee 1994, p. 117).

En résumé, ils prédisent l'existence d'une relation curvilinéaire entre niveau de diversification et composantes du risque de l'entreprise. Le risque serait minimal pour un niveau de diversification moyen (diversification contrainte), plus élevé pour les stratégies de diversification se situant autour de la diversification contrainte (les catégories « activité dominante » et « activités liées », (cf. tableau 2, chap. 1, § 3.1), les composantes du risque étant maximales pour les stratégies « extrêmes » (activité unique et activités non liées). Les résultats qu'ils obtiennent sur la période 1962-1980 confortent leur analyse. Les composantes du risque de l'entreprise apparaissent corrélées (coefficient de corrélation de 0,43), conformément aux résultats d'autres études (Miller et Bromiley 1990). Chaque composante du risque suit une relation en forme de U avec le niveau de diversification de l'entreprise. Les firmes à activité unique ont le niveau de risque (systématique et surtout spécifique) le plus élevé, puis ce risque décroît avec le niveau de diversification pour être minimal pour la stratégie de diversification contrainte, enfin le risque (sa composante spécifique surtout) réaugmente pour des stratégies de diversification (liée et non liées) plus importantes. Lubatkin et Rogers (1989) confirment partiellement ces résultats : sur les trois décennies 40, 50 et 60, le

risque systématique des firmes de la catégorie « diversification non liée » s'avère significativement supérieur à celui des firmes « contraintes » (i.e catégories « diversification contrainte » et « activité dominante contrainte » réunies). Par contre ces derniers ne trouvent pas que les firmes classées « activité unique » ont un Beta élevé<sup>1</sup>.

En conclusion, les modèles financiers, lorsqu'ils intègrent les coûts de transaction (Lévy 1991), suggèrent que risque systématique et spécifique ne sont pas indépendants et que des rapprochements d'entreprises peuvent se révéler bénéfiques au niveau de la valeur des capitaux propres. Le management stratégique réaffirme l'importance de la gestion du risque de l'entreprise (risque spécifique et systématique, ces deux composantes étant interdépendantes) et montre que le niveau et le type de diversification influe sur le risque de l'entreprise d'une façon différente de celle que prévoit la théorie du portefeuille (hors coût de transaction). Pris ensemble, ces arguments suggèrent que la diversification, entreprise au niveau de la firme, peut ne pas être répliquable par les actionnaires et se révéler bénéfique pour l'entreprise. Amit et Wernerfelt (1990) montrent ainsi que le niveau (et pas seulement la variabilité) des cash flows est négativement relié au risque systématique de l'entreprise. Ils attribuent ce phénomène à une meilleure efficacité productive des firmes à faible risque parce qu'elles maîtrisent mieux leur environnement. Shuetrim (1996a, 1998) observe une convergence du Beta des entreprises vers 1 (convergence vers le risque du marché). Outre le renforcement de l'hypothèse d'une gestion du risque de l'entreprise par le dirigeant qui s'avère la plus à même d'expliquer ce phénomène (Shuetrim 1996a, 1998), ses résultats conduisent à interpréter la mauvaise gestion du risque de l'entreprise comme un signe d'échec. En effet, les firmes dont les betas ont la plus grande variabilité sont plus jeunes, plus petites, et surtout ont une plus forte probabilité d'être suspendues de la cote<sup>2</sup>.

Peut-on inférer des analyses précédentes (coûts de transaction et risque de l'entreprise)

---

<sup>1</sup> Les travaux de Montgomery et Singh (1984) et de Lubatkin et O'Neill (1987) suggèrent aussi que la diversification non liée augmente le risque systématique de l'entreprise par rapport à une diversification liée.

<sup>2</sup> Certes, les motifs de suspension de la cote ne constituent pas forcément un échec : parmi les quatre motifs que retient Shuetrim (fusion, transfert de marché, liquidation et divers), les liquidations sont minoritaires et ne représentent qu'environ 5% des causes de suppression du marché. Il faut entendre le terme « d'échec » dans un sens où les titres de l'entreprise se sont révélés incapables de se maintenir sur le marché afin d'entrer dans le portefeuille d'investisseurs.

que le cadre des années 60-70 a pu favoriser la diversification ? Cela reste difficile. On peut certes arguer que les marchés financiers étaient moins développés et plus segmentés à l'époque qu'ils ne le sont aujourd'hui. Les coûts de transaction y auraient été plus élevés qu'aujourd'hui. Certaines diversifications par acquisitions se seraient révélées désirables par les actionnaires comme le montre l'analyse de Levy (1991). D'une façon similaire, la gestion de son risque par l'entreprise aurait pu ne pas être répliquable au niveau des investisseurs, cantonnés dans des marchés segmentés. Ce genre d'argument reste cependant difficile à étayer à partir de résultats d'études. Il nous faut reconnaître que les résultats de la démarche normative de Levy (1991) s'appliquent si les marchés sont segmentés. Ils l'étaient certainement plus au cours des années 60-70 qu'aujourd'hui. Mais on doit aussi admettre qu'il existe peu de raisons pour que la gestion stratégique de son risque par l'entreprise soit moindre aujourd'hui qu'elle ne le fut par le passé<sup>1</sup>.

La diversification pourrait donc s'avérer profitable pour les actionnaires, mais il est difficile d'en déterminer un niveau optimal. En effet, si une diversification limitée semble favoriser empiriquement une baisse des composantes du risque, elle n'est pas forcément bénéfique pour les actionnaires, sauf à considérer que la rentabilité moyenne de l'entreprise n'est pas affectée par la diversification. On touche alors au lien entre diversification et performance auquel le chapitre 4 est consacré. On retiendra seulement, pour l'instant, que la diversification entreprise au niveau de l'entreprise ne réplique pas forcément, compte-tenu des imperfections du marché, celle qu'entreprend l'actionnaire au niveau de son portefeuille. Le rôle du dirigeant apparaît alors essentiel puisqu'il assure une bonne adéquation de l'entreprise à son environnement, c'est-à-dire une bonne valorisation de son capital, compte-tenu des nombreuses imperfections qui existent tant sur le marché des biens et services que sur le marché du capital.

Reste une explication triviale aux mouvements stratégiques que pourraient expliquer les imperfections du marché : la persistance de déséquilibres sur le marché financier.

---

<sup>1</sup> Deux raisons peuvent cependant être invoquées qui pourraient réduire le risque de l'entreprise : une internationalisation croissante et le développement des produits dérivés « de couverture ».

## 2.4 Déséquilibres sur le marché financier et diversification

La persistance de déséquilibres sur le marché a pu être avancée comme motif possible d'opérations d'acquisition ou de désengagement (Cadiou 1990, p. 73). La diversification pourrait alors être la conséquence de l'acquisition de firmes sous évaluées par d'autres firmes. Cependant, ce qui est nommé « déséquilibres du marché » renvoie à un problème d'asymétrie d'information sur le marché et ne suffit en aucun cas à expliquer une diversification des entreprises.

Les modèles issus de l'économie néo-classique prévoient une situation d'équilibre. Cet équilibre parfait n'est jamais atteint, ne serait-ce qu'en raison d'un flux d'informations permanent et de l'existence de temps d'ajustement. En conséquence, il se peut qu'un déséquilibre se maintienne assez longtemps pour offrir des opportunités d'acquisitions. Les acquisitions se trouveraient alors en partie justifiées par la « bonne affaire » (sous évaluation de la cible) que réalise l'acquéreur. La réalisation de telles opérations profitables est soumise à une condition : il doit exister une asymétrie d'information quant aux bénéfices escomptables du rapprochement. En effet, il faut que la sous-évaluation de la cible perdure alors même que l'acquéreur a déclaré ses intentions d'achat. Or, dans une telle situation, il est clair que l'attention des investisseurs sera attirée sur la véritable situation de la firme, et qu'en l'absence d'asymétries d'information, une correction des cours (enchère à la hausse) interviendra avant que l'acheteur ait pu profiter pleinement de l'occasion. Cela revient à dire que l'acquéreur ne réalisera une « bonne affaire » que si son information sur la véritable valorisation de la cible ou sur les bénéfices à attendre du rapprochement n'est dévoilée qu'après que la transaction a eu lieu. Le véritable motif de l'acquisition ne tient pas à un déséquilibre du marché, mais à une information privée détenue par l'acquéreur<sup>1</sup>. Remarquons que la détention d'une information privée ne justifie pas plus une diversification qu'une acquisition au sein du même secteur. C'est la nature de cette information privée qui déterminera si l'acquisition entreprise réalise une diversification ou non de l'entreprise. Si l'information privée renvoie à un des motifs déjà exposés de la diversification, i.e. si elle a

---

<sup>1</sup> Nous retenons ici l'hypothèse d'efficience du marché financier dans sa forme semi-forte.

trait aux structures des marchés, aux ressources de l'entreprise (cf la section précédente), elle peut conduire à une diversification. Mais elle ne constitue pas en soi un motif de diversification.

En conclusion, nous ne retenons pas les déséquilibres du marché comme facteur pertinent de diversification des entreprises. Par contre, le problème d'asymétrie d'information auquel ils renvoient débouche sur des motifs possibles de diversification. En intégrant explicitement les asymétries d'information entre agents, nous faisons le lien entre les motifs de diversification liés aux marchés et ceux liés aux caractéristiques intrinsèques des agents. Nous débouchons alors sur les motifs avancés par les théories contractuelles.

### **SECTION 3 : Diversification et théories contractuelles. Inefficiency du marché externe vs. Efficience de l'organisation**

L'idée selon laquelle les managers ont des avantages informationnels par rapports aux investisseurs externes à l'entreprise est à l'origine de l'idée d'un marché interne du capital plus efficace dans l'allocation des ressources financières que le marché externe (Williamson, 1975). Le regroupement sous une même direction de plusieurs activités ou projets permettrait une meilleure allocation du capital, la diversification répondrait alors à une inefficiency<sup>1</sup> relative du marché externe. Nous verrons que dans le cadre de la théorie de l'agence, la constitution d'un marché interne du capital peut se révéler créatrice de richesses. Néanmoins, le paradigme de l'agence étant développé dans la seconde partie, nous nous limiterons à la présentation de modèles au caractère assez normatif (Gertner et al. 1994, Stein 1997)(§3.2). La théorie des coûts de transaction (Williamson 1985) offre un regard intéressant sur le

---

<sup>1</sup> En définissant l'efficience dans son sens technique (Gervais 1994) comme le résultat atteint (la richesse créée) par unité de moyens employés (le capital alloué), on ne rend pas bien compte du problème soulevé lorsque l'on considère le marché. Il faut alors l'entendre dans un sens plus proche de celui de l'efficacité, i.e. en rapprochant le résultat (la richesse ou l'utilité créée) de l'objectif (la création maximale de richesses ou d'utilité). Appliqué à l'entreprise, l'efficience doit a contrario être envisagée dans son acception technique.

problème des frontières de l'entreprise. Elle élargit le point de vue aux transactions non exclusivement financières (§3.3). Pour la clarté de l'exposé et afin d'explicitier quelles hypothèses sur les agents sont posées par rapport au cadre néo-libéral, le premier paragraphe présente rapidement le cadre de ces théories contractuelles (§3.1).

### **3.1 Le cadre des théories contractuelles**

Les théories de l'agence et des coûts de transaction présentent des points communs qui vont nous permettre de préciser la place de ces théories par rapport au cadre néoclassique brièvement défini au début de cette section. Les différences entre les deux approches seront ensuite rapidement exposées<sup>1</sup>.

#### **3.1.1 Les hypothèses communes**

Williamson (1988) insiste sur un point commun entre les deux théories : toutes les deux supposent que les managers bénéficient d'une certaine liberté d'action (ou discrétion). Ils ne se conforment pas naturellement au critère de maximisation de la valeur de l'entreprise et peuvent favoriser des objectifs qui leur sont propres. Derrière ce constat, c'est en fait l'hypothèse de rationalité complète (i.e. de capacité de calcul illimitée) des agents qui est remise en cause. En effet, si la rationalité des agents était complète, quand bien même une catégorie d'agents (par exemple les dirigeants) aurait une tendance opportuniste<sup>2</sup> et ne maximiserait pas le profit, les actionnaires et créanciers (d'une façon plus générale tous les autres partenaires) étant omniscients, ils anticiperaient ce comportement et mettraient en place, à moindre coût, une surveillance qui rétablirait la viabilité du critère de maximisation

---

<sup>1</sup> Comme nous l'avons déjà souligné, certains traits de ces théories, en particulier leur conception de l'opportunisme des agents, ne font pas l'objet d'un long développement, ils seront repris dans la seconde partie.

<sup>2</sup> Williamson (1988, p. 569) définit l'opportunisme comme « la recherche de son intérêt propre avec ruse ». En fait, surtout dans la conception normative de l'agence, la « ruse » n'est pas un élément nécessaire dans la définition de l'opportunisme. Il suffit que les agents aient des objectifs divergents pour que lors d'une relation de coopération surviennent d'éventuels conflits (Charreaux, 1999, p. 63, 71 et 79). Nous renvoyons à la seconde partie de la thèse pour une discussion sur les différentes conceptions de l'opportunisme.

du profit<sup>1</sup>. Autrement dit, pour que l'opportunisme des agents puisse donner lieu aux développements des théories de l'agence et des coûts de transaction, il faut que la rationalité des agents, à travers leur capacité de calcul, soit limitée.

Les agents possèdent donc dans ces théories une rationalité dite limitée. C'est -à -dire qu'ils ont un comportement rationnel de maximisation de leur bien être (utilité en général, richesse pour les actionnaires sur les marchés financiers), mais que leur capacité de prise en compte de l'information qui guide leur choix est limitée<sup>2</sup>. La levée de l'hypothèse de rationalité complète impose de reconsidérer les rapports qu'entretiennent les agents, en particulier parce qu'elle emporte l'incomplétude des contrats. Les agents n'étant plus capables de traiter toute l'information lors de la contractualisation, les contrats ne peuvent prévoir toutes les situations susceptibles de se réaliser. Les agents se trouvent alors confrontés à deux types d'incertitudes. Une incertitude sur le comportement du cocontractant : il est toujours possible que l'une des parties au contrat entreprenne une action non prévue dans ses termes et que cette action ait des conséquences négatives pour l'autre partie. Cet opportunisme se manifestant *ex-post* (i.e. après la conclusion du contrat initial) est dénommé « risque moral ». Mais l'agent est aussi confronté à un risque *ex-ante* (lors de la conclusion du contrat). Puisque les cocontractants ne possèdent pas nécessairement la même information, un des acteurs peut être dans l'impossibilité de connaître précisément les caractéristiques du bien ou service sur lequel porte le contrat. Ce risque est dit de « selection adverse »<sup>3</sup>.

En résumé les théories contractuelles se fondent sur une rationalité limitée des agents qui débouche sur une incomplétude des contrats d'où naît un risque d'opportunisme. Les

---

<sup>1</sup> Nous verrons que dans les modèles normatifs, la situation des agents est souvent proche de celle d'information complète. Le rétablissement du critère de maximisation de l'objectif du principal se fait alors, dans l'intérêt de toutes les parties, en établissant un contrat qui rétablit au mieux la transparence de l'information entre agent et principal.

<sup>2</sup> Encore une fois, dans la théorie normative de l'agence, les hypothèses posées sur la structure de l'information disponible impliquent que les actionnaires sont quasiment omniscients, leur capacité de calcul est à peine limitée par un ou quelques paramètres non directement observables. L'exemple du paragraphe suivant le mettra en évidence.

<sup>3</sup> Ce terme vient de l'appellation anglo-saxonne « adverse selection ». On pourrait le traduire par risque de « mauvais choix » ou de « choix défavorable ». Cependant, même dans la littérature française, le terme de « selection adverse » est souvent employé.

agents vont chercher à minimiser ou contrôler ce risque. Ces similitudes tiennent en partie aux racines communes de ces théories qui peuvent toutes les deux être rapprochées de la théorie des droits de propriété (cf. Amann 1999, Charreaux 1999). Cependant leur origine ne se recouvre pas. La théorie des coûts de transaction est issue du domaine de l'économie industrielle tandis que la théorie de l'agence se fonde plus sur une analyse financière (Williamson 1988). La perspective retenue par chaque théorie dans le traitement des problèmes qui naissent de l'opportunisme diffère d'une théorie à l'autre.

### 3.1.2 Les différences dans le développement des analyses

#### 3.1.2.1 L'unité d'analyse

Dans la théorie des coûts de transaction, c'est la transaction<sup>1</sup> qui est l'unité basique d'analyse (Williamson 1994). La théorie de l'agence prend l'individu (à travers les divergences d'intérêt avec ses partenaires) comme unité élémentaire d'analyse. Ces deux courants étudient donc les contrats dans des perspectives différentes. Pour les transactionnalistes, il faut mettre en adéquation les transactions (qui diffèrent par leurs caractéristiques, en particulier la spécificité de l'actif sur lequel porte la transaction) avec des structures de gouvernement (dont les coûts et les compétences diffèrent) de façon à minimiser les coûts issus de la transaction (Williamson 1988). Ces derniers ne se posent donc pas directement la question de savoir qui effectue la transaction. En fait, la théorie des coûts de transaction n'envisage pas la distinction entre le propriétaire et son entreprise : les contrats sont gérés par le propriétaire (Gomez 1996)<sup>2</sup>. La théorie de l'agence accorde au contraire une place importante à la nature du gérant puisqu'elle se fonde originellement sur une dissociation entre fonction de propriété et fonction de direction (Berle et Means 1932, cf. Charreaux 1997,

---

<sup>1</sup> La définition précise de la transaction se révèle être un problème délicat. On pourrait la définir, suivant Joffre (1999, p. 148-149) comme le transfert (échange marchand ou non) d'un **actif physique ou d'un service** d'un agent ou d'une organisation à une autre. Le caractère physique (ou de service) de l'actif démarquant la théorie des coûts de transaction de celle des droits de propriété. Reste que l'on peut toujours se demander quels sont les droits de propriété attachés au bien ou service qui sont transférés lors de cet échange. La définition proposée par Williamson (1994, p.19) est qu'il y a « transaction lorsqu'un bien ou service est transféré à travers une interface technologiquement séparable ».

<sup>2</sup> Il faut cependant noter que Williamson (1994, p. 116, p. 170-182) étudie tout de même les conséquences de la propriété sur le coût des arrangements institutionnels (coûts de gouvernance) qui encadrent la transaction.

chap. 1). La conception des relations d'agence a ensuite été étendue<sup>1</sup> pour intégrer tout contrat qui emporte délégation d'un pouvoir décisionnel. Dans cette dernière perspective, les contrats doivent minimiser les coûts qui naissent des divergences d'intérêts entre agents suivant leur nature.

La minimisation de coûts « organisationnels » par des contrats se retrouve dans les deux conceptions. Néanmoins la conception de ces coûts diffère d'une théorie à l'autre.

### **3.1.2.2 Coûts de transaction et coûts d'agence**

Jensen et Meckling (1976) distinguent trois composantes dans les coûts d'agence : (1) les coûts de surveillance (« monitoring costs ») engagés par le principal pour s'assurer que la gestion de l'agent est compatible avec ses propres objectifs ; (2) les coûts d'obligation (« bonding costs ») à la charge de l'agent, qu'il réalise afin de rassurer le principal sur la qualité de sa gestion<sup>2</sup> ; (3) une perte résiduelle (« residual loss ») subsiste qui correspond à un coût d'opportunité dans la mesure où, malgré la volonté de chaque agent d'assurer dans son propre intérêt une perte de valeur minimum due à l'imperfection des contrats, il arrive un moment où le coût marginal de surveillance ou d'obligation excède le revenu marginal qu'il procure à l'un ou l'autre des protagonistes. Cette dernière composante des coûts d'agence est, comme le note Williamson (1988), l'élément clé du système puisque les deux autres ne sont engagés que dans la mesure où elles entraînent une réduction de la perte résiduelle. Cette présentation des coûts dans la théorie de l'agence en fait apparaître les principaux caractères : le raisonnement se fait en termes de coûts marginaux et il se fait *ex-ante*<sup>3</sup> puisque les coûts

---

<sup>1</sup> Jensen et Meckling (1976) définissent une relation d'agence « comme un contrat dans lequel une (ou plusieurs) personne a recours aux services d'une autre personne pour accomplir en son nom une tâche quelconque, ce qui implique une délégation de nature décisionnelle à l'agent. Remarquons également que les coûts d'agence surviennent dans toute situation impliquant une coopération (telle que la corédaction de cet article) par deux **ou plusieurs personnes** même s'il n'y a pas de relation principal-agent bien définie ». la généralisation du problème d'agence à plusieurs personnes est en germe dans cette définition originelle.

<sup>2</sup> Ces coûts signalent la « quantité d'effort fournie » par l'agent et/ou rassurent le principal sur la convergence des efforts de l'agent avec son objectif. Ce peut être les coûts que supporte personnellement l'agent lors de l'émission de signaux au marché visant à réduire l'asymétrie d'information.

<sup>3</sup> Encore une fois il convient de distinguer le courant normatif, où les coûts d'agence existent *ex-ante* et sont minimisés, de la perspective positive où, selon Charreaux (1999, p. 73), des mécanismes qui faisaient référence à la résolution de conflit *ex-post* ont été envisagés dès la naissance de la théorie.

décrits sont pris en compte par les agents lors de la conclusion du contrat. Ainsi lors du financement d'un projet, les principaux (les actionnaires) apporteront à l'agent (le dirigeant) des fonds en fonction de la performance du projet nette des coûts d'agence.

Les coûts de transaction se distinguent des coûts d'agence sur ces deux points : le raisonnement se fait en termes de coûts totaux, et ces coûts sont constatés (essentiellement) *ex-post*<sup>1</sup>. Les coûts de transaction correspondent à ceux engagés pour concevoir, conclure et suivre le contrat portant transfert de propriété d'un bien, d'un individu ou d'une organisation à un autre. Sur un marché organisé, i.e. où s'échangent des biens standardisés, ces coûts sont attachés à l'existence d'un système de prix. Dans des transactions plus « complexes », i.e. concernant des actifs moins standardisés, plus spécifiques, l'élaboration et le suivi du contrat vont nécessiter la mise en place de structures particulières afin de réduire l'incertitude sur les conflits éventuels et de permettre la transaction. Williamson (1994, p.41) distingue les coûts (*ex-post*) de mauvaise adaptation liés au fait que les transactions se désajustent, les coûts de « marchandage » imputables aux efforts de chaque partie engagés pour corriger les désaccords *ex-post*, les coûts de mise en place et de fonctionnement de la structure de règlement des différends choisie, enfin les coûts « d'obligation » (ou de dédouanement) liés à un engagement « sûr » dans la relation. Parmi ceux-ci, les premiers, les coûts de mauvaise adaptation, constituent la pierre angulaire : le choix d'une structure de gestion des contrats adaptée à la transaction doit permettre de les minimiser. La plupart des coûts décrits par Williamson sont donc constatés après ou au cours de la transaction, ils sont (principalement) mesurables *ex-post*, même si leur mesure peut se révéler délicate. Par ailleurs, le choix de la structure de gestion qui minimise les coûts issus du rapport d'échange impose de considérer les coûts totaux qui y sont attachés.

En conclusion, la théorie de l'agence se fonde sur des individus, une perte résiduelle constatée *ex-ante*, et les mécanismes d'alignement des intérêts divergents des différents agents

---

<sup>1</sup> De même que la théorie de l'agence ne fait pas abstraction des coûts *ex-post* (dans sa branche positive), la théorie des coûts de transaction envisage aussi des coûts *ex-ante* (Williamson 1994, p. 39-41). Ces deux types de coûts ne sont d'ailleurs pas indépendants. Néanmoins, elle insiste sur les coûts *ex-post*, puisque ces coûts surviennent tout au long de la vie du contrat choisi, tandis que les coûts *ex-ante* ne surviennent que lors du choix initial (et éventuellement lors de changement de structure de gouvernance).

dans l'entreprise<sup>1</sup>. La théorie des coûts de transaction place au cœur de l'analyse la transaction, elle se concentre sur les coûts (constatés essentiellement *ex-post*) liés à une mauvaise adaptation de la structure de gestion du contrat, choisie. Au-delà de ces différences, les hypothèses fondamentales du cadre néoclassique que lèvent ces théories sont semblables. Il s'agit aussi dans les deux cas d'observer l'entreprise à travers les contrats que nouent les agents qui la composent et lui permettent de produire.

### **3.2 Relations d'agence et diversification**

Les relations d'agences dont il est question dans ce paragraphe sont limitées à deux points de vue. D'une part, c'est essentiellement une relation entre le dirigeant (l'agent) et les fournisseurs de capitaux, actionnaires et créanciers financiers (les principaux), qui est envisagée. D'autre part, s'intégrant dans les motifs économiques de la diversification, une perspective normative<sup>2</sup> est favorisée. L'opportunisme du dirigeant n'est pas le sujet d'étude principal, il s'agit plutôt de montrer que la diversification de l'entreprise peut s'intégrer dans un contrat minimisant les coûts d'agence. La diversification de l'entreprise pourrait être un moyen de résoudre au mieux les conflits d'agence entre dirigeant et actionnaires en ce qu'elle : (1) permettrait de rendre plus précis le signal que donne le dirigeant sur l'effort qu'il fournit à travers le « résultat » (outputs) de l'entreprise (Aron 1988, Hermalin et Katz 1996) ; et (2) éviterait les problèmes de sur ou sous-investissement qui naissent des problèmes d'agence, créant ainsi un marché du capital efficient (Gertner et al. 1994, Stein 1997). Nous présentons successivement la logique des modèles sous-tendant chacune des approches et leurs « résultats ».

---

<sup>1</sup> On peut distinguer deux courants dans la théorie de l'agence : l'un formel qui cherche à déterminer les caractéristiques des contrats optimaux, l'autre moins formel, dit « positif », qui étudie et explique les contrats existants dans le cadre théorique de l'agence. Comme on l'a déjà précisé le courant positif conçoit aussi des coûts *ex-post*. La théorie positive de l'agence sera présentée de façon plus approfondie dans la seconde partie de cette thèse.

<sup>2</sup> Rappelons que le courant normatif de l'agence ne s'attache pas essentiellement à expliquer ce qui est, mais plutôt à décrire les caractères des contrats optimaux, i.e. minimisant les coûts d'agence. Néanmoins, nous mettrons l'accent sur les implications explicatives des modèles présentés.

### 3.2.1 Contrôle des dirigeants et diversification

Pour Gomez (1996, p. 103), la résolution des problèmes d'agence « revient à donner à l'information des acteurs le rôle disciplinaire majeur, en supposant que c'est le manque de transparence de l'information qui permet l'opportunisme des agents...et que gérer signifie, dans l'optique libérale, construire et piloter un système d'extraction d'informations sur le comportement des individus que le marché sanctionne ». Si cette définition est assez pertinente d'un point de vue général, elle s'avère particulièrement bien adaptée dans l'optique retenue dans ce paragraphe. Des modèles ont en effet été proposés qui font de la diversification, dans certaines circonstances, un moyen possible pour les actionnaires d'extraire de l'information pertinente sur l'effort fourni par le dirigeant, et d'aboutir ainsi à un contrat incitatif qui minimise les coûts d'agence. Le premier modèle qui envisage la diversification sous cet angle est celui de Aron (1988). Nous présenterons rapidement ses ressorts avant d'aborder les « critiques » ou perfectionnements dont il a pu être l'objet (Hermalin et Katz, 1996).

L'idée fondatrice du modèle de Aron (1988) est relativement simple. Considérons une économie où les entreprises peuvent intervenir dans différentes lignes de produits. La production de chaque produit est fonction évidemment des inputs pris sur le marché des biens et services et du capital, mais aussi de l'effort fourni par le dirigeant, de sa capacité de gestion, enfin de chocs aléatoires (un résidu) propre à chaque produit et indépendant de ceux pouvant affecter les autres produits<sup>1</sup>. Dans cette économie, tout est observable<sup>2</sup> sauf les efforts des managers qu'ils répartissent uniformément entre les différents produits gérés. Ces managers « rechignent à l'effort », c'est -à -dire que leur utilité sera, toute incitation égale par ailleurs (en particulier leur rétribution), d'autant plus grande que l'effort fourni est moindre. Dans ce

---

<sup>1</sup> Notons que cette hypothèse d'indépendance des résidus de la production de chaque produit n'implique pas que la demande ou le profit tiré de chaque produit soit indépendant. Cela revient cependant à considérer que les sources de variance résiduelle (le risque ) de chaque produit sont indépendantes. Autrement dit que les fonctions de production de chaque produit (la technologie..) sont distinctes, la diversification est, en ce sens, non liée.

<sup>2</sup> Sont observables : la fonction de production (ou de technologie) de chaque produit, la « capacité » de chaque dirigeant (déterminée exogènement et s'appliquant de façon uniforme aux produits qu'il gère), le montant du capital investi, la production effective de chaque produit...seul l'effort fourni par le dirigeant n'est pas parfaitement observable par ses propres actionnaires.

contexte, les actionnaires (les principaux) doivent trouver le contrat d'incitation (salaire, avantages divers) qui fournisse au manager son utilité de réservation (celle, minimum, qu'il trouverait ailleurs sur le marché) tout en l'incitant à fournir un niveau d'effort élevé qui maximisera les profits. Le niveau d'effort du dirigeant peut certes être inféré de la production de l'entreprise (cela en est une fonction monotonique), mais la production est aussi fonction de chocs aléatoires indépendants du comportement des managers : le signal que constitue la production est « pollué » par ces aléas. Il existe donc un risque que la conclusion des actionnaires sur le niveau d'effort fourni par le manager soit fautive. Plus le « bruit » que représente ces aléas est important, plus ce risque est grand et plus la rétribution exigée par le manager en contrepartie de ce risque sera importante<sup>1</sup>.

L'idée de Aron (1988) consiste à observer si, dans ces circonstances, la diversification des lignes de produits au sein de l'entreprise ne peut pas être un moyen, en augmentant la précision du signal que constitue la production sur le niveau d'effort fourni, de parvenir à un contrat d'incitation de coût minimal qui maximise le profit. Elle montre alors que l'ajout d'une ligne d'activité permet aux actionnaires de réduire le risque auquel fait face l'agent tout en l'incitant à choisir un niveau d'effort élevé. En généralisant, ceci a pour corollaire que le coût d'induction d'un niveau donné d'effort diminue quand le nombre de lignes de produits de l'entreprise augmente<sup>2</sup>.

Ce premier résultat est robuste : il tient si certaines hypothèses du modèle sont relâchées. Ainsi la compétence de gestion du manager a été supposée (cf. note 2 page précédente) générale, i.e. s'appliquant de façon uniforme à tous les produits gérés. Si on lève cette hypothèse, l'incitation à la diversification reste inchangée. De la même façon, si l'on suppose que l'effort du dirigeant n'est pas uniformément réparti entre les lignes d'activités, bien que l'analyse se complique singulièrement, l'incitation à la diversification ne disparaît

---

<sup>1</sup> Si les actionnaires sont supposés neutres au risque (on peut supposer qu'ils possèdent un portefeuille parfaitement diversifié et qu'ils ne cherchent qu'à maximiser les profits espérés en incitant les managers), les managers possèdent une aversion au risque, i.e. que leur niveau d'utilité (fonction de type von Neumann-Morgenstern) diminue toute chose égale par ailleurs si le risque auquel ils sont confrontés augmente.

<sup>2</sup> L'auteur note que ce résultat avait déjà été obtenu par Diamond et Verrechia (1982) pour une fonction d'utilité particulière.

pas. Enfin, si la production de chaque ligne de produit n'est pas observée séparément mais globalement, pour autant que l'effort soit réparti uniformément, la diversification de l'entreprise permettra aux actionnaires d'augmenter leur pouvoir d'inférence sur l'effort fourni, réduisant le niveau de rétribution nécessaire pour fournir au manager un niveau d'utilité donné. Cependant, si l'on en reste à ce résultat, on affirme simplement que si la diversification n'a pas d'effet sur l'efficacité de l'entreprise, le niveau de diversification optimale de l'entreprise est son niveau maximal, c'est-à-dire l'intégration de toutes les lignes de produits au sein de toutes les firmes. Or ceci est « évident » dès lors que l'on a supposé le manager averse au risque : en diversifiant au maximum son portefeuille d'activité, il minimise son risque ce qui diminue d'autant la rétribution nécessaire pour qu'il accepte son poste.

L'analyse d'Aron (1988) est cependant plus fine puisqu'elle considère explicitement le coût que peut représenter la diversification à travers les « déséconomies d'échelle ». En effet, elle prévoit la réalisation d'économies d'échelle : le coût moyen d'une unité d'output décroît avec la quantité d'input. Cela conduit à taille de l'entreprise donnée, à un arbitrage à la marge entre les gains attendus de la diversification (moindre salaire du manager) et ceux attendus d'une non diversification (coûts de production moindre). Le niveau de diversification optimal dépendra alors de la valeur des paramètres du modèle. En posant quelques hypothèses, plusieurs résultats peuvent alors être dérivés. Si l'effort du dirigeant, sa compétence de gestion sont des inputs « généraux » (i.e. propre à chaque dirigeant, mais s'appliquant uniformément aux activités qu'il gère), et si le marché est à l'équilibre (tous les intervenants sont « price-takers », l'offre de dirigeants est fixe, ces derniers reçoivent l'ensemble des rentes qu'ils génèrent, fonction de leur compétence), alors <sup>1</sup>:

- la compétence du dirigeant influence positivement (à la marge) la diversification,
- la compétence du dirigeant influence positivement (à la marge) la taille de l'entreprise ainsi que la taille de chaque segment de l'entreprise,

---

<sup>1</sup> Une contrainte supplémentaire porte sur la forme de la fonction d'utilité : un de ses termes doit être « une fonction d'utilité d'aversion absolue au risque hyperbolique », cf note 11 page 81 de l'article de Aron (1988) pour les différentes formes fonctionnelles envisageables.

- en conséquence, la taille de l'entreprise, de ses segments et son niveau de diversification sont positivement corrélés.

Ce dernier résultat est conforme (nous le vérifierons dans la partie empirique) à l'observation empirique (Gort, 1962). En résumé, le modèle montre qu'un certain niveau de diversification de l'entreprise (associé à une taille et dépendant du niveau de compétence) peut être « socialement » bénéfique. Tout en permettant une maximisation des profits de l'entreprise (nuls dans la situation d'équilibre envisagée), il augmente la satisfaction des dirigeants (qui tirent toutes les rentes attachées à leur « niveau de compétence ») en diminuant le risque auquel font face les dirigeants<sup>1</sup>.

La diversification n'est pas le seul moyen dont dispose les actionnaires pour juger, à partir de la production, du niveau d'effort fourni par le dirigeant<sup>2</sup>. En particulier, il semble assez naturel, pour évaluer les performances d'une entreprise, de comparer ses résultats (outputs) à ceux d'une firme qui est plongée dans un environnement semblable. On comparera, par exemple, une firme d'un secteur industriel à une autre du même secteur en considérant que les « effets des marchés », supposés indépendants de l'action du dirigeant, auront des effets assez proches sur les résultats de ces entreprises. Pour autant que la composante non liée aux actions du dirigeant (i.e. les aléas) des résultats d'une entreprise ne soit pas indépendante de celle des autres, il est possible d'évaluer plus ou moins précisément l'effort (ou la compétence) d'un dirigeant. Il est ainsi possible d'évaluer un dirigeant sur la base d'un « contrat de performance relative » (Aron 1988). Aron se propose de comparer la performance relative d'un contrat fondé sur la diversification (par fusion de deux entreprises monoactivité différentes) par rapport à celle d'un contrat de performance relative. Bien

---

<sup>1</sup> L'auteur reconnaît que la présentation de son modèle laisse penser que c'est l'entreprise (donc plutôt ses propriétaires, les actionnaires) qui détermine son niveau optimal de diversification. Cependant, elle fait remarquer que l'on peut tout aussi bien partir du manager qui maximiserait son utilité sous contrainte de profit nul. Force est de constater que le manager n'a pas de comportement opportuniste tel que le décrit Williamson (1988) : il ne cherche pas à tromper les actionnaires par la ruse afin de s'accaparer une partie de leur rentes (qui sont ici nulles), mais simplement à réduire son risque en signalant, via une diversification, de façon plus précise l'effort fourni.

<sup>2</sup> On rappelle que le niveau d'effort du dirigeant d'une entreprise peut être déduit de sa production à un terme d'erreur prêt. Dans ce dernier point de son article, Aron (1988) suppose en outre que ce terme résiduel possède une distribution (log-normale) spécifiée.

entendu, l'hypothèse faite jusqu'ici d'une indépendance des résidus attachés au niveau de production de chaque activité doit être levée, sinon le résultat d'une entreprise monoactivité ne renseigne pas sur celui d'une entreprise exerçant une autre activité.

La variable qui est au centre de la comparaison est donc la corrélation entre les termes résiduels de la production de chaque firme<sup>1</sup>. Supposons que les résidus des niveaux de production soit parfaitement négativement corrélés. On pourrait s'attendre à ce que la fusion des deux activités permette d'aboutir à un signal plus précis sur l'effort du manager qu'un contrat de comparaison des performances relatives. L'auteur montre qu'il n'en est rien : dans le cas d'une corrélation (connue de tous) parfaite négative, ces deux types de moyens se révèlent exactement équivalents<sup>2</sup>. Si la corrélation entre les résidus des niveaux de production de chaque activité est nulle, les actionnaires ne peuvent rien inférer de l'observation de la production d'une autre entreprise sur le niveau d'effort fourni par leur propre dirigeant : le contrat de performance relative n'a pas lieu d'être et la fusion (diversification) se révèle profitable. Enfin, si la corrélation est parfaite et positive, alors les deux types de moyens (contrat lié à une comparaison des performances et fusion) sont également utiles pour les actionnaires dans la détermination de l'effort réellement fourni par leur dirigeant. Ainsi la diversification peut se révéler être un moyen supérieur à la comparaison entre entreprise pour inférer de l'effort fourni par le dirigeant lorsque celui-ci est imparfaitement observable. Il convient de préciser que la supériorité de la fusion (diversification) sur le contrat de performance relative n'est pas forcément une fonction monotone de la corrélation entre les termes résiduels des niveaux de production de chaque firme. Le contrat de performance relative peut être inférieur puis supérieur à la fusion à mesure que la corrélation s'accroît suivant la valeur de certains paramètres (par exemple le rapport des écarts type des résidus de chaque firme). D'une manière générale cependant, la diversification se révélera supérieure si

---

<sup>1</sup> La taille pourrait aussi être considérée comme variable déterminante, puisqu'il existe, via les économies d'échelle inhérentes au système, une taille optimale. L'auteur évacue le problème en considérant uniquement le terme résiduel de la production d'une entreprise comme un signal pour les autres entreprises.

<sup>2</sup> Pour comprendre ce résultat il convient de bien saisir quelle est l'information disponible : les actionnaires d'une entreprise connaissent tout, en particulier le niveau d'effort **réel** (et optimal) qui sera fourni par chacun des dirigeants des autres entreprises. La seule chose qu'ils ne peuvent apprécier qu'imparfaitement est le niveau d'effort de leur dirigeant qu'il convient de rendre optimal... autant dire que le cadre retenu est proche de celui d'une « omniscience » des agents.

la corrélation est négative.

On retiendra donc que la diversification de l'entreprise peut être un moyen économiquement efficient, compte-tenu de l'aversion au risque du dirigeant, d'inciter ce dernier, à moindre coût, à gérer l'entreprise dans l'intérêt de « tous » (actionnaires et dirigeants). Il convient cependant de noter les limites de ce type de modèles. Bien qu'ils possèdent certaines prétentions explicatives, ces modèles sont assez normatifs, et leur fonctionnement assez simple. Leur principe se ramène, dans des situations où les actions du manager ne sont pas directement observables par les propriétaires, à un problème d'inférence statistique où le coût d'incitation du manager à entreprendre une certaine action dépend de la relation statistique entre cette action et les résultats possibles qu'observent les actionnaires. Dans la mesure où la diversification influe sur ce problème d'inférence, elle influe sur les coûts d'agence. On retombe donc, comme l'indique la citation de Gomez (1996) au début de ce paragraphe, dans un problème d'extraction d'information sur le comportement de l'agent.

Des critiques peuvent alors apparaître sur ce que l'on dénomme information. Hermalin et Katz (1996) avancent ainsi que les modèles normatifs de l'agence confondent souvent le risque des rentabilités avec le contenu informationnel (« informativness ») des rentabilités en tant que signal de l'effort des dirigeants. Selon eux, la corrélation entre les termes résiduels sur laquelle se fonde Aron (1988) n'a pas directement de contenu informatif. Ils reconsidèrent donc les résultats préalablement obtenus en considérant que le contenu informatif des rentabilités (ou résultats, « outputs ») est l'élément qui intéresse en premier lieu la relation dirigeant-propriétaires. Risque<sup>1</sup> des résultats et contenu informatif ne sont pas totalement indépendants, mais ne se recouvrent pas. Les résultats qu'ils tirent « d'exemples » (i.e. configurations spéciales) remettent partiellement en cause l'efficacité de la diversification

---

<sup>1</sup> Leur appréhension du risque se fait à travers la notion de dominance stochastique.

dans la résolution optimale du problème d'agence entre propriétaires et dirigeants<sup>1</sup>.

Ainsi, il est possible de critiquer les résultats de ces modèles à travers la formalisation des concepts (l'information) qui est faite. Mais on peut aussi porter la critique sur les limites des implications explicatives que fournissent ces modèles. Dans le modèle d'Aron (1988), les actionnaires sont neutres au risque, cela revient à supposer que leur portefeuille soit parfaitement ou suffisamment diversifié pour qu'ils ne s'attachent pas au risque d'une entreprise en particulier. Or, il est probable que dans la réalité certains actionnaires ne sont pas parfaitement diversifiés. Cela peut provenir de leur fort engagement au capital d'une société en particulier<sup>2</sup> ou aux coûts de transaction élevés (cf. § « 2.2 MEDAF, coûts de transaction et diversification »). Lorsque c'est le cas, le risque (total) de l'entreprise importe aussi pour les actionnaires. Un partage optimal de ce risque est peut être réalisable, mais il conduit à adopter une approche différente puisque les actionnaires ne sont plus neutres face au risque. D'une façon générale, le côté explicatif de ce type de modèle reste limité. Ainsi la diversification dans le modèle de Aron (1988) se révèle strictement supérieure au contrat de « performance relative » pour certaines valeurs de paramètres seulement (par exemple si la variance résiduelle de la production<sup>3</sup> de la firme acquise est inférieure ou égale au quart de celle de l'acquéreuse). Or il est difficile de déterminer si, dans la réalité, la valeur de ce genre de paramètres est ou non effective.

Le caractère assez formalisé de ces modèles ne les disqualifient cependant pas dans une approche plus positive. Leurs résultats peuvent ouvrir des pistes de recherche. Les

---

<sup>1</sup> Nous ne détaillons pas ces résultats très formalisés. Parmi leurs conclusions on notera qu'on devrait observer, si la diversification contient de l'information pertinente, une corrélation positive entre la diversification et la réduction du risque. Par ailleurs si le dirigeant répartit son effort dans la diversification, les effets sur le risque et l'information sont ambigus. Enfin, si le choix de la diversification est délégué au manager, celui-ci ne choisira pas forcément celle qu'auraient souhaitée les actionnaires. La diversification pourrait alors être coûteuse pour les actionnaires, non pas à cause des mauvais choix du manager, mais plutôt à cause de la perte d'information qu'entraîne pour eux la déléguation.

<sup>2</sup> Dans le cas des entreprises françaises, il suffit de se référer aux entreprises dites familiales ou anciennement familiales. L'entreprise Legrand (CAC40) par exemple bien que dirigée par un PDG non affilié à la famille contrôlante est encore détenue (début 1999) à plus de 40% par la famille des anciens dirigeants.

<sup>3</sup> On rappelle que le résidu correspond à la production qui n'est expliquée ni par l'effort et la capacité du dirigeant, ni par les autres inputs de la fonction de production. Il semble difficile de trouver dans la réalité un proxy de la variance de ce résidu. Le risque spécifique de l'entreprise ne nous semble pas convenir.

composantes du risque de l'entreprise étant liées empiriquement au niveau de diversification (Lubatkin et Rogers 1989, Lubatkin et Chatterjee 1994, cf. § « 2.3 Risque de l'entreprise et diversification »), si l'on considère que le risque véhicule de l'information pour les actionnaires, la diversification pourrait en effet être un moyen pour les actionnaires de contrôler les dirigeants ou réciproquement pour les dirigeants de signaler plus précisément leur effort aux actionnaires. Si le risque « bruite » les inférences que peuvent tirer les actionnaires des rentabilités de l'entreprise sur l'effort du dirigeant (à la Aron 1988), les stratégies de diversification « moyenne » seraient alors, selon les résultats des études empiriques sus-citées, les plus informatives sur le niveau d'effort et de performance du dirigeant. Shuetrim (1996b) utilise un argument similaire pour expliquer la convergence du risque systématique des entreprises vers celui du marché (Shuetrim, 1996a). Selon lui, les actionnaires seraient plus à même d'observer le comportement du dirigeant lorsque les rentabilités du titre se rapprochent de celle du marché. Les betas des firmes auraient donc tendance à converger vers 1 avec l'âge de l'entreprise<sup>1</sup>. Sans s'aventurer plus loin dans ces conjectures, on retiendra de ce paragraphe au moins le premier résultat du modèle de Aron (1988) : la diversification, en réduisant le risque, conduit à augmenter la satisfaction du manager à rétribution égale si ce dernier est averse au risque. Pour autant que la diversification n'affecte pas l'efficacité de l'entreprise par ailleurs, elle pourrait se révéler (après négociation avec le dirigeant) bénéfique pour les actionnaires.

La théorie de l'agence offre un autre motif de la diversification des entreprises : la création d'un marché interne du capital.

### **3.2.2 Marché interne du capital et diversification**

Plusieurs études empiriques mettent à jour l'existence d'un marché interne du capital. En général, ces études montrent que le niveau d'investissement d'un segment d'une entreprise diversifiée dépend du niveau de cash flows des autres segments (Shin et Stulz 1998, Lamont

---

<sup>1</sup> Son hypothèse est donc plus radicale que la notre puisqu'il ne prend en compte que le risque systématique comme mesure du « bruit » qui gêne l'inférence des actionnaires sur l'effort du dirigeant. Nous avançons que les deux composantes du risque peuvent gêner cette inférence, puisqu'elles sont toutes les deux liées au niveau de diversification (Lubatkin et Chatterjee, 1994).

1997). Hubbard et Palia (1998) estiment, à partir de l'étude d'acquisitions sur cette période, que la création d'un marché interne du capital a pu être perçue comme efficiente durant les années 60 par (et pour) les actionnaires. Les sources de cette bonne efficacité relative de l'allocation interne du capital peuvent être trouvées à travers l'étude des relations d'agence existant entre apporteurs de capitaux et dirigeants. Le modèle de Gertner et al. (1994) envisage l'impact des droits de contrôle résiduels que possède l'équipe dirigeante, par opposition aux créanciers financiers externes, sur l'allocation des fonds de l'entreprise. Mais leur définition de la propriété et la problématique posée ne leur permettent pas d'envisager une dissociation nette entre dirigeants et propriétaires. Leur analyse, bien qu'elle constitue un premier pas dans l'explication de l'efficacité du marché interne, se réduit donc à comparer l'efficacité relative d'un financement direct par des banques à un financement intermédié par la présence de propriétaires/contrôleurs. Stein (1997) reprend un cadre assez similaire, mais impose une contrainte de crédit à chaque entreprise et à l'entreprise diversifiée. Ceci lui permet d'enrichir le modèle d'une nouvelle « strate » d'agents entre managers et marchés externes du capital : la direction générale. Dans une problématique plus conforme à la conception classique des problèmes d'agence entre actionnaires et dirigeants, la direction générale qui coiffe les unités de l'entreprise diversifiée apparaît alors comme un moyen de remédier au sous-investissement qui résulte de divergences d'intérêts entre managers et apporteurs de fonds externes.

### ***3.2.2.1 Modèle de Gertner et al.***

Le modèle proposé par Gertner et al. (1994) est assez simple dans sa formulation : un projet, pour se réaliser à la date 0, doit réunir un manager sans richesse initiale et des investisseurs. A la date 1, soit le manager rembourse les investisseurs, auquel cas le projet est mené jusqu'à son terme et le manager dérive tous les cash flows suivants (disponibles à la date 2), soit le manager ne rembourse pas les investisseurs, ces derniers peuvent alors dissoudre l'entreprise et récupérer une valeur de liquidation (inférieure à la valeur de remboursement). Dans ce cadre, la qualité du créancier, suivant qu'il est propriétaire ou non, va influencer sur deux actions supposées non fixables contractuellement : le niveau de contrôle de l'investisseur et l'effort managérial. Ces deux variables conditionnent le résultat (output) du

projet. La qualité de l'investisseur va donc conditionner le résultat du projet.

Avant de voir quels sont les effets de la nature de l'investisseur sur les actions non fixables contractuellement, il convient de préciser comment Gertner et al. définissent cette nature. L'investisseur peut être propriétaire ou non des actifs achetés à la date 0. Cependant la qualité de propriétaire ne se définit pas selon l'acceptation courante comme la partie qui possède les droits résiduels sur les cash flows dégagés. En effet, si c'était le cas, seul le manager pourrait être propriétaire puisqu'il est le seul à dériver pour lui-même (en l'absence de contrôle) les cash flows au-delà de la valeur de remboursement. La propriété est définie en référence à Grossman et Hart (1986) pour qui, est propriétaire la partie « *qui possède les droits de **contrôle** sur les **actifs**, c'est-à-dire le droit de contrôler tous les aspects de l'actif qui n'ont pas été traités explicitement par contrat* » (p. 695). Il convient de remarquer qu'avec cette définition de la propriété, différents agents peuvent être considérés comme partiellement propriétaires. Grossman et Hart (1986) le reconnaissent explicitement puisqu'ils notent (p. 694) « *évidemment, le contrôle ou la propriété n'est jamais absolu* ». Le modèle de Gertner et al. hérite de cette ambiguïté. Dans le cas où une banque prête au manager pour acheter les actifs, le propriétaire est le manager, la banque n'ayant pas de droit sur les actifs sinon ceux contractuellement fixés (cas de la liquidation). Par contre, dans le cas où des actionnaires prêtent au manager, il est légitime de se demander, avec cette définition, qui est le véritable propriétaire. Bien qu'en théorie les actionnaires disposent, via le conseil d'administration, du droit de décision résiduel (et du droit d'appropriation des gains résiduels), dans la réalité le dirigeant peut aussi user de ce droit<sup>1</sup>. En fait, les auteurs supposent que lorsque les investisseurs prêtent au manager, ils sont aussi propriétaires.

Il est donc possible d'envisager le modèle décrit par Gertner et al. sous deux optiques. Dans une première on considère le cas d'une entreprise ayant à sa tête un manager propriétaire

---

<sup>1</sup> Dans l'acception classique de l'allocation des droits décisionnels au sein de l'organisation (Fama et Jensen 1983, p. 303), l'initiative et la mise en œuvre de projets (investissements, désinvestissements...) incombent au dirigeant, tandis que la ratification et la surveillance sont du ressort du conseil d'administration. Le dirigeant, qu'il soit ou non opportuniste dispose donc de moyen pour orienter l'allocation des ressources selon ses désirs. Dans la conception de Gertner et al. (1994), le rôle du manager est plus limité, en particulier, en l'absence d'investisseurs propriétaires, il ne décide du niveau de contrôle que sur initiative des banquiers qui proposent.

qui emprunte auprès d'une banque pour financer son projet (mécanisme du marché externe). Dans ce cas le créancier n'a aucun droit sur les actifs en place tant que la somme est remboursée. On peut aussi envisager que des propriétaires (actionnaires) prêtent à un manager pour le même projet, ces créanciers possèdent alors le contrôle (la propriété) des actifs en place (mécanisme du marché interne). Le manager dans cette seconde configuration a un rôle assez étrange : il détourne à son profit une partie des cash flows au-delà de la valeur de remboursement du prêt initial, pourtant il ne fait que mettre en œuvre les décisions prises par les investisseurs propriétaires<sup>1</sup>.

Mis à part la conception de la propriété et, de façon liée, le rôle du manager qui peuvent apparaître flou, le déroulement du modèle proposé repose ensuite sur des idées très simples. Il se résume en trois propositions que nous explicitons successivement :

- (1) le caractère de propriété attaché à l'allocation dans un marché interne (les propriétaires investissent les fonds) conduit à un niveau de contrôle plus élevé que le financement par dettes. En effet, les auteurs supposent que la valeur de liquidation du projet (en date 1) est fonction croissante du niveau de contrôle. Un banquier a donc tout intérêt à ce que le niveau de contrôle soit élevé. Mais ne disposant pas de la propriété (du contrôle) des actifs, il sait que le manager disposera d'une partie des bénéfices (en terme de valeur de liquidation) qu'induisent les contrôles que ce dernier met en place sur proposition des créanciers. Les créanciers (banquiers) ajusteront donc le niveau de contrôle proposé à l'espérance de gains moindre que celle que leur procurerait une situation de propriétaires. En conséquence, le niveau de contrôle sera plus faible dans le cas d'un financement externe.
- (2) contrepartie de cet avantage du « marché interne » : la propriété à un effet négatif sur « l'entrepreneuriat » du manager. Ceci provient du fait que si les investisseurs

---

<sup>1</sup> Le manager ne propose pas un niveau de contrôle souhaitable, il ne le choisit pas non plus. Il se contente, une fois que les propriétaires ont décidé des actions à mettre en place, de « gérer » la routine tout en s'appropriant une partie des gains dégagés en sus du remboursement aux propriétaires de leur investissement. Il est donc très passif, on se demande quel est son rôle...

sont propriétaires, ils vont pouvoir, à la date 2 (fin du projet) prétendre à une partie des cash-flows dégagés au-delà de la valeur de remboursement de l'investissement initial. Si les investisseurs avaient été « externes », ils n'auraient pas eu accès à ces cash flows. En conséquence, le manager va ajuster son effort aux gains personnels anticipés, et fournira un moindre effort lorsque le financement se fera en interne par des propriétaires.

Une première remarque s'impose à ce niveau : compte-tenu des avantages respectifs de chaque type de financement, la politique de financement optimale voudrait que ce soient d'abord des propriétaires qui possèdent l'actif entre les dates 0 et 1 (maximisant le contrôle donc la valeur à la fin de cette première période) puis que s'y substituent des banquiers (maximisant ainsi l'entrepreneuriat donc la valeur finale). Les auteurs écartent ce scénario.

(3) enfin, les auteurs prétendent que lorsque des projets « proches » (i.e. pouvant être gérés de façon efficiente par un même manager) peuvent être rassemblés en une même entité, cette entité bénéficiera d'un avantage au financement interne dans la mesure où cette internalisation permettrait de réaliser un meilleur redéploiement des actifs si l'un d'entre eux échoue. Leur argumentation est la suivante. Si un projet spécifique échoue au terme de la date 1, les financeurs banquiers n'ont qu'un moyen de récupérer leur mise : vendre cet actif à celui qui en fera la « seconde meilleure utilisation ». Le manager qui serait susceptible d'en faire la seconde meilleure utilisation va, en négociant, partager le montant de la vente avec la banque qui ne récupérera pas sa mise. En revanche si le financeur du projet est aussi son propriétaire et qu'il coiffe par ailleurs un autre projet spécifique « proche », il pourra imposer, sans partage, à son second manager de prendre sous sa coupe le projet en difficulté<sup>1</sup>. Ainsi le produit revenant aux investisseurs est plus élevé dans le cas de financement interne de projets proches.

Pour autant que les avantages en terme de contrôle l'emportent sur le désavantage en

---

<sup>1</sup> Le manager qui reprend le projet est supposé ne pas augmenter les cash flows qu'il détourne à son profit qui ne dépendent par hypothèse que du projet initialement géré.

terme d'incitation entrepreneuriale et que les projets internalisés soient « proches » (i.e. gérables par plusieurs managers au sein de la même entreprise diversifiée), le « marché interne » pourrait, selon Gertner et al. (1994), se révéler plus profitable pour les investisseurs qu'un marché externe de la dette. Mais l'exposé concis de leurs propositions met clairement en évidence les faiblesses de leur modèle. En premier lieu le nombre d'hypothèses posées est important. Bien que l'approche développée présente des aspects « normatifs » (une formalisation, certes simple, mais faisant intervenir les équations des gains attendus, des gains accaparés par les managers...), le caractère *ad-hoc* des hypothèses, pousse à s'interroger sur le motif initial des auteurs. S'il s'agit uniquement de montrer que les coûts et bénéfices à attendre de différents moyens de financement diffèrent de part leurs sources et leurs effets, un modèle si formalisé n'est peut être pas nécessaire<sup>1</sup>. Ensuite, le rôle du manager dans leur modèle est pour le moins difficile à cerner : il s'agirait d'un agent qui gère les affaires courantes de l'entreprise (gestion au jour le jour) sans pour autant faire preuve de propositions et s'accaparant tout de même une partie des cash-flows dégagés. Cette seconde critique est sans doute en partie liée à la définition retenue de la propriété. Puisque la propriété est définie en référence au contrôle sur les actifs, il est difficile d'envisager une dissociation nette entre ces deux éléments. Le manager, se retrouve ainsi suivant le type de financement « propriétaire » ou non des actifs. Le lien avec la conception classique de la théorie de l'agence, où le dirigeant se voit déléguer le contrôle par les propriétaires actionnaires est alors difficile à réaliser<sup>2</sup>. Pourtant, Stein (1997), reprenant une conception similaire de la propriété parvient, en intégrant une catégorie d'agent supplémentaire (la direction générale), et en supposant l'existence d'une contrainte de financement, à donner un modèle plus convaincant de l'intérêt d'un marché interne.

---

<sup>1</sup> On signale que le titre de l'article est « internal versus external capital markets ».

<sup>2</sup> Les auteurs se réfèrent au modèle de Grossman et Hart (1986), or l'analyse de ces derniers, bien que s'intégrant dans un cadre contractuel, se départit du traitement classique de la théorie de l'agence fondée sur l'étude d'individus aux objectifs divergents. Il s'agit, à partir des coûts et bénéfices attachés à la propriété de déboucher sur une « théorie de l'intégration verticale et latérale ». On est clairement dans le champ de la théorie des droits de propriété, mais l'analyse se porte plus fondamentalement sur les droits eux-mêmes plutôt que sur les motifs des individus qui possèdent ces droits.

### 3.2.2.2 *Le modèle de Stein*

Le principe du modèle de Stein (1997) transparait clairement à travers le simple énoncé des deux ensembles d'hypothèses qui le fondent. En premier lieu, les entreprises, qu'elles soient monoactivités ou non, sont contraintes financièrement : elles ne peuvent pas financer tous leurs projets à valeur actualisée nette positive. Cette contrainte naît du comportement des managers au niveau de chaque activité (ou projet). Les managers dérivent des bénéfices privés qui augmentent avec les ressources sous leur contrôle, c'est-à-dire les cash flows tirés des investissements. Ils ont donc tendance à toujours surestimer les possibilités d'investissement qu'ils présentent comme rentables. Les apporteurs de fonds externes étant conscients de ce comportement et n'ayant pas accès à une information suffisante sur chaque projet sont toujours sceptiques et rationnent les fonds. On retrouve dans cette première hypothèse de contrainte de financement, le résultat d'un simple problème d'agence entre les apporteurs de fonds et les managers de projets. Ce conflit pourrait certes se résoudre (au moins partiellement) en incitant les managers à révéler leur information privée. Cependant, l'auteur montre que le coût d'un contrat de révélation de l'information (faisant participer le dirigeant aux bénéfices), peut sous certaines conditions se révéler prohibitif<sup>1</sup>. Dès lors, l'allocation des fonds sera rationnée, l'ensemble des projets rentables qui auraient pu être financés ne le sera pas. Ce problème va, en partie, se résoudre en considérant la possibilité d'insérer un intermédiaire entre les apporteurs de capitaux et les managers de projet, créant ainsi un marché interne du capital : la direction générale.

Le deuxième ensemble d'hypothèses concerne donc l'agent « direction générale » (DG). Cet agent est supposé (1) posséder des compétences de contrôle qui lui permettent d'acquérir (de façon éventuellement bruitée) de l'information sur les perspectives *ex ante* des

---

<sup>1</sup> L'auteur aboutit à ce résultat si la probabilité d'être dans un bon état de la nature (projet rentable sans qu'on impose de contrainte de financement) est faible ou si les bénéfices privés que tire le manager de chaque projet sont importants. Il convient de noter que le coût d'un contrat d'incitation peut se révéler supérieur à ses gains dans le modèle parce que les bénéfices privés que touche le manager, bien que dépendant des cash flows dégagés, n'affectent pas directement le patrimoine des apporteurs de fonds. Ainsi, quand bien même les apporteurs de fonds seraient prêts à partager les bénéfices du projet si le dirigeant avoue qu'ils ne doivent pas investir plus (mauvais état de la nature) dans son projet, le dirigeant sera toujours tenté d'investir plus afin d'augmenter sa part de bénéfices privés si ceux-ci augmentent rapidement avec le niveau de cash flows.

projets qu'il contrôle<sup>1</sup>. (2) Il ne possède pas de propres ressources financières. (3) Il est doté par « le fondateur »<sup>2</sup> de droits de contrôle qui lui permettent de capturer une partie des bénéfices privés associés à n'importe quel projet « coiffé ». Cependant, cette extraction de surplus se fait au détriment de l'incitation du manager de projet (on retrouve là un des mécanismes du modèle de Gertner et al., 1994, cf page 116). Cette hypothèse est importante, elle permet de comprendre en quoi ce modèle diffère et paraît plus séduisant que celui de Gertner et al. (1994). La DG constitue le maillon qui manquait au précédent modèle. Elle n'est pas propriétaire des actifs dans le sens où elle ne possède pas forcément l'ensemble des droits de contrôle **résiduels** sur les actifs. Mais elle s'est vu déléguer un pouvoir décisionnel par les fondateurs (actionnaires fondateurs). Le cadre est donc bien celui d'une relation d'agence entre la DG et les actionnaires fondateurs. Par ailleurs l'analyse est centrée sur les caractéristiques de chaque agent et non uniquement sur la répartition des droits : la DG possède ici des compétences (de contrôle) que ne possèdent pas les apporteurs de fonds ou fondateurs. Enfin (4), les droits de contrôle de la DG lui confère l'autorité de redistribuer les ressources (financières) entre les projets.

Le tableau dressé par Stein (1997) renvoie ainsi à deux alternatives possibles. Le « fondateur » peut déléguer la gestion de son projet à un manager. Dans ce cas, ce dernier surévaluera systématiquement les perspectives offertes par le projet et sera de ce fait contraint financièrement à ne pas pouvoir toutes les financer même s'il avait annoncé juste. Le fondateur peut aussi déléguer la gestion et le contrôle de son projet à une DG qui coiffe plusieurs projets et va elle même déléguer la gestion du projet à un manager. Dans ce cas, partant d'une situation où le rassemblement de deux projets sous une même coupe (la DG) n'affecterait en rien la contrainte de financement qui pèse sur chacun des projets pris

---

<sup>1</sup> A la différence des actionnaires qui ne connaissent le résultat de chaque projet qu'après coup, le dirigeant (DG) est donc capable de savoir, avant réalisation, si un projet a une plus ou moins grande probabilité d'être dans un bon état de la nature ou non. Il est aussi capable (non sans erreur possible) de classer les projets suivant leur niveau de profitabilité.

<sup>2</sup> L'auteur introduit l'agent « fondateur » (the founder) comme celui qui choisit initialement de l'attribution de son projet soit à un manager soit à une direction générale (DG), et dont l'objectif est de maximiser les cash flows **observables** ex post (le caractère observable est stipulé pour exclure de l'analyse les bénéfices privés des managers et DG qui ne sont pas observables). Nous pensons que ce « fondateur » peut être remplacé par « les actionnaires (fondateurs) » sans que cela soit dommageable au développement de l'analyse.

séparément, le résultat est tout de même différent. En effet, la DG voyant ses bénéfices privés dépendre du niveau de cash flows (à l'instar des managers) et connaissant les perspectives de chaque projet, elle va allouer les fonds récoltés au projet possédant les meilleures perspectives, quitte à priver un des projets de fonds. Cette meilleure allocation ne se révélera toutefois pas forcément profitable puisque selon l'hypothèse 3 du second ensemble, les managers de chaque projet seront moins incités à bien gérer lorsqu'ils sont intégrés dans un marché interne du fait de la perte d'une partie de leurs bénéfices privés. Stein dérive, à partir des paramètres de son modèle, les conditions nécessaires à une supériorité pour les fondateurs (ou actionnaires) de la mise en place d'un marché interne. Mais le principe du modèle s'énonce simplement : en déléguant le contrôle de plusieurs projets à un agent informé, intéressé à la maximisation du cash flow observable et revenant aux actionnaires ou fondateurs, la performance obtenue peut être supérieure à celle des projets pris individuellement<sup>1</sup>.

Ce « résultat » initial, est ensuite enrichi par Stein (1997) qui traite les questions de la taille et de la variété optimale du marché interne. Pour ce qui est de la taille optimale (le nombre optimal de projets), il montre que dans le cadre défini pour dériver son premier résultat, plus le nombre de projets est important, moins l'erreur que fait la DG (classant par exemple un projet dans un bon état alors que ce n'est pas le cas) est importante. Les actionnaires, conscients de ce phénomène relâcheraient la contrainte de financement. Lorsque le nombre de projets tend vers l'infini, le modèle tend à l'équilibre vers l'optimum de premier rang (les actionnaires allouent tous les fonds disponibles). Stein introduit donc une contrepartie à l'avantage d'intégrer un projet supplémentaire : la probabilité pour la DG de saisir la vraie situation de chaque projet (son état, bon ou mauvais) décroît avec le nombre de projets sous son contrôle. Il assimile cette probabilité à la « technologie » de contrôle, il montre alors que le nombre optimal de projets devant intégrer le marché interne n'est pas une fonction monotone de cette technologie de contrôle. Il est cependant possible de trouver, en fixant a priori la valeur de cette variable « technologie », une taille optimale du marché

---

<sup>1</sup> Ce résultat n'est valable que si la part de bénéfices privés qui est extraite par la DG est la même dans tous les projets. Dès lors que le dirigeant tirerait des « surbénéfices privés » d'un projet, il investirait systématiquement dedans, quel que soit l'état de la nature.

interne.

Le problème de la variété optimale du marché interne est abordé à travers la corrélation qui existe entre les résultats de chaque projet. Si les produits (cash flows) de chaque projet sont parfaitement corrélés, on se trouve dans une situation où, si un projet est dans l'état de la nature « bon », les autres le sont aussi. Si l'erreur de prévision de la DG est faible (voire nulle), son rôle ne se justifie plus puisqu'elle ne peut pas allouer les fonds en distinguant entre les bons et les mauvais projets (soit ils sont tous bons, soit ils sont tous mauvais). Le rassemblement de projets identiques de ce point de vue supprime donc les avantages du marché interne du capital. A l'inverse, si les cash flows des projets sont non corrélés (non liés), la DG retrouve sa raison d'être. Dans cette perspective, la création d'un marché interne du capital ne se justifie que pour une stratégie de diversification dans des projets « non liés » (dont les cash-flows sont non corrélés). Mais cet argument qualifié de « trivial » par Stein ne tient pas compte de l'erreur de prévision que peut faire la DG. Si cette erreur est importante, la DG sera d'autant moins capable de classer sans erreur les projets par ordre de rentabilité que les cash flows de ces projets seront non corrélés. La diversification non liée risque donc d'entraîner, si les erreurs de jugement sont importantes, des erreurs dans le classement des projets, conduisant à une mauvaise allocation des fonds. A l'inverse, si les cash flows des projets sont corrélés (diversification dans des projets « semblables »), la DG fera moins d'erreurs de classement, son allocation sera plus efficiente.

En résumé, la question de la variété optimale du marché interne passe par l'étude des erreurs de prévisions de la direction. Si ces erreurs sont faibles, ce sera vraisemblablement le cas dans un environnement peu turbulent, la diversification non liée (projets dont les cash flows sont peu corrélés) se révèle supérieure dans la construction d'un marché interne du capital. A l'inverse, dans un environnement turbulent, où les erreurs sur les prévisions de chaque projet sont importantes, la DG fera d'autant plus d'erreurs dans l'allocation hiérarchisée des fonds que les cash flows anticipés des projets seront non corrélés. Il vaut alors mieux mettre en œuvre une diversification dans des projets semblables.

La présentation de la diversification dans le cadre de l'agence, à travers ces quelques modèles, met à jour les principes de fonctionnement de cette théorie. Il s'agit, en échangeant

sur le marché une partie des droits attachés à la propriété, de permettre une allocation efficiente des ressources. Cette allocation est dite efficiente dans le sens où les pertes possibles de chaque partie (liée à la rationalité limitée et à l'opportunisme) sont limitées par le contrat qui opère le transfert. Dans le premier modèle (Aron 1988), la diversification de l'entreprise apparaît comme un des termes du contrat qui permet une révélation d'informations (et un contrôle) sur le comportement de l'agent. Dans le dernier (Stein 1997), la structuration en double strate des relations d'agence (une relation actionnaire/ DG et une relation DG/ manager d'unité) permet de limiter les problèmes (de financement) issus de l'opportunisme de l'agent. La diversification peut alors se révéler profitable en créant un marché interne du capital. Le cadre de l'agence offre donc des justifications possibles à la diversification de l'entreprise. Néanmoins il reste flou sur le contenu de cette diversification – elle consiste en la réunion de « projets » plus ou moins liés eu égard au terme résiduel de leur output- de même que sur le contenu de l'entreprise ou de ses projets. L'entreprise n'est qu'un « nœud » de contrats. La théorie des coûts de transaction est aussi fondée sur une approche contractuelle « optimisante » : les contrats qui gouvernent les transactions doivent en minimiser les coûts. Cependant les attributs de la transaction (en particulier la spécificité des actifs) sont pris en compte, ce qui donne un peu de « consistance » à l'entreprise et permet de compléter, sinon d'enrichir, le point de vue de l'agence.

### **3.3 Théorie des coûts de transaction et diversification**

La théorie des coûts de transaction argue que les structures de gouvernance<sup>1</sup> (le cadre contractuel) s'imposent parce qu'elles minimisent le coût des transactions qu'elles encadrent<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Williamson (1981, p. 1544) définit la gouvernance comme « le cadre contractuel explicite ou implicite dans lequel se situe la transaction (marchés, firmes et modes intermédiaires- comme, par exemple, le franchisage) ».

<sup>2</sup> La théorie des coûts de transaction s'intègre dans ce qu'on appelle la nouvelle économie institutionnelle (NEI). Williamson intègre l'étude des institutions que constituent les structures de gouvernance dont les attributs et déterminants ne sont pas seulement la spécificité des actifs, mais aussi les aspects comportementaux et les instruments de management. L'analyse se veut donc avant tout explicative, non normative. Malgré la remise en cause des instruments de l'économie néoclassique, Dutraive (1993) considère qu'il n'y a pas de filiation directe entre la NEI et le néo-institutionnalisme américain. Cette dernière tout comme Gomez (1996) considère que la NEI ne s'émancipe pas de l'analyse néo-classique, dont elle constitue une branche amendée. C'est pourquoi nous intégrons la théorie des coûts de transaction dans cette section, en référence au cadre néoclassique « amendé ».

Le coût d'une transaction varie suivant ses attributs, parmi lesquels deux apparaissent essentiels : la spécificité des actifs et, dans une moindre mesure, la fréquence des transactions. Parce que les types de contrats sont présentés de façon discrète (contrats classiques pour le marché, contrats néoclassiques pour les formes hybrides, contrats évolutifs pour la hiérarchie), la théorie des coûts de transaction a souvent été présentée comme permettant d'expliquer l'organisation industrielle, en particulier les frontières de l'entreprise. C'est cette prétention à expliquer les limites de l'intégration qui nous intéresse ici. Dans un premier temps, nous décrivons comment Williamson (1994) appréhende la question des limites de l'entreprise (§ 3.3.1), puis nous verrons quels enseignements peuvent en être tirés concernant la diversification des entreprises (§ 3.3.2).

### **3.3.1 Les limites de l'intégration chez Williamson**

On a déjà souligné que les coûts de transaction varient selon les attributs de la transaction : spécificité des actifs et fréquence. La spécificité des actifs peut être déclinée en une spécificité de site (caractère plus ou moins immobile des actifs lorsque les coûts d'installation et/ou de relocalisation sont élevés), la spécificité des actifs physiques (attributs spécifiques et originaux du matériel), la spécificité des actifs humains (compétences spécifiques, problèmes d'apprentissage), les actifs dédiés (l'affectation spécifique d'un actif à un usage déterminé). Plus la spécificité des actifs sera grande, plus les coûts des transactions portant sur ces actifs seront importants dans les contrats classiques (contrat par le marché). En effet, un actif spécifique est par définition peu redéployable, les coûts attachés à une rupture du contrat sont importants. Le contrat classique (celui « de marché » qui porte sur des biens et services standardisés) laissera toujours place à des situations non prévues qui favorisent l'opportunisme et la rupture. Il se révèle donc coûteux si l'actif est spécifique. La fréquence des transactions a aussi un impact sur les coûts de transaction : pour un actif non standardisé, plus les transactions seront fréquentes, plus les parties entreront dans une relation bilatérale et chercheront à réduire les risques de rupture. En croisant, les deux dimensions, spécificité et fréquence, Williamson propose des modes de gouvernance qui doivent minimiser les coûts de transaction (tableau 7).

Tableau 7 : Spécificité des actifs, fréquence des contacts et modes de gouvernance.

		Spécificité des actifs (caractéristiques de l'environnement)		
		Non spécifique	Mixte	Idiosyncratique
Fréquence des contacts	Occasionelle	Gouvernance du marché (contractualisation classique)	Gouvernance trilatérale (contractualisation néoclassique)	
	Récurrente		Gouvernance bilatérale (contractualisation évolutive, personnalisée)	Gouvernance unifiée

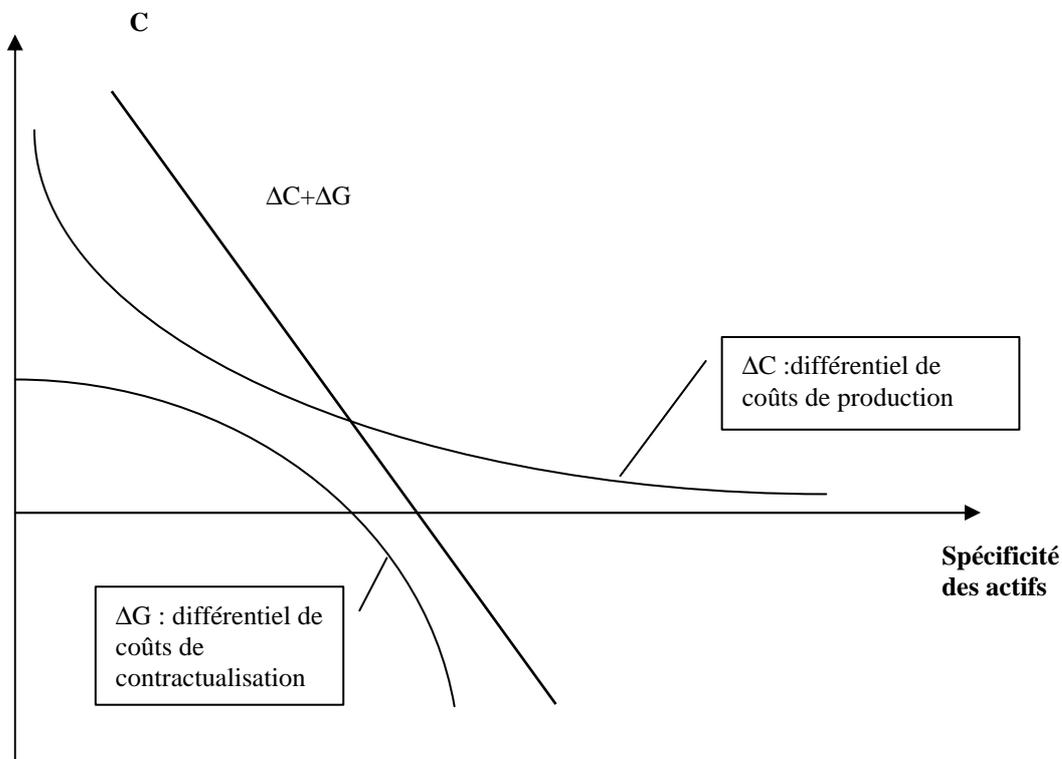
Source : D'après Williamson, *Les institutions de l'économie*, 1994, p. 106.

La forme de gouvernance unifiée, où la transaction est « retirée du marché et organisée au sein de la firme pour être soumise à une relation d'autorité » (Williamson 1994, p. 103) nous intéresse particulièrement ici. Selon Williamson, une entreprise décidera d'internaliser une transaction lorsque cela lui permettra d'économiser des coûts de transaction. Mais les coûts de transaction ne sont pas seuls en jeu : les coûts de production peuvent varier avec le degré d'internalisation (économies d'échelle et économies de variété). Le niveau d'internalisation de l'entreprise dépendra donc d'un arbitrage entre les économies de coûts de transaction et les économies de coûts de production.

Williamson (1985, p. 118) avance que plus les actifs de l'entreprise seront spécifiques, plus les coûts bureaucratiques de la gouvernance interne seront avantageux, toutes choses égales par ailleurs, par rapport aux coûts correspondants de gouvernance par le marché. Ceci est dû au fait que la gouvernance de marché est fortement incitative mais ne permet pas aux parties de s'adapter facilement à mesure que la relation devient bilatérale, lorsque la spécificité de l'actif augmente. Il en est à peu près de même pour les coûts de production : lorsque la spécificité est faible, il vaut mieux que chaque entreprise se concentre sur un produit ou une gamme de produits (Williamson parle d'économies d'agrégation par le marché), des économies d'échelle et de gamme (de variété) sont ainsi réalisables. Lorsque la spécificité des actifs est importante, la production est organisée en filière, l'intégration de plusieurs étapes de production au sein de l'entreprise ne nuit pas aux faibles économies d'échelle et de gamme qui auraient pu être réalisées par agrégation par le marché. On en

déduit que le désavantage en termes de coûts de production de l'intégration par rapport au marché décroît à mesure que s'accroît la spécificité des actifs. Désignons par  $\Delta G$  la différence entre les coûts de gouvernance en interne et les coûts de gouvernance par le marché. Désignons par  $\Delta C$  la différence entre les coûts de production par internalisation et les coûts de production obtenus sans intégration. C'est la somme  $\Delta G + \Delta C$  qui, suivant qu'elle est positive ou négative, dictera si l'intégration est souhaitable ou non. La figure 5 représente le raisonnement de Williamson (1994) et le comportement des coûts.

Figure 5 : Coûts de production, coûts de gouvernance et seuil d'intégration



Source : Williamson, *Les institutions de l'économie*, 1994, p.121.

La figure 5 nous montre que l'approvisionnement sur le marché est avantageux tant en termes de coûts de gouvernance que de coûts de production lorsque la spécificité des actifs est faible. A l'inverse, lorsque la spécificité des actifs est élevée, l'organisation interne devient avantageuse : le marché ne réalise que de faibles bénéfices par agrégation des demandes, et la gouvernance en interne devient moins coûteuse que la gouvernance par le marché.

Quelles sont les implications explicatives de cette représentation de l'intégration au regard de la diversification ? Il nous faut d'abord noter que Williamson (1994) s'intéresse principalement à l'intégration verticale lorsqu'il parle d'intégration<sup>1</sup>. La diversification dans des activités connexes mais ne s'intégrant pas dans des étapes de production successives, ou la diversification non liée, est peu envisagée et reste peu expliquée. Cela vient en partie de la définition même de la transaction que retient Williamson (1994). En effet, il y a transaction selon Williamson lorsqu'il existe un transfert de biens ou services via une *interface technologiquement séparable*. Or, si l'on considère la diversification non liée, la transaction qui existe se réduit alors à une transaction financière. Si l'on considère la diversification liée, il n'existe pas forcément de transactions entre les activités au sens de Williamson puisque c'est bien souvent le partage d'une compétence technologique (technique ou technologie de management, de distribution) qui est mis en avant afin de justifier le rapprochement des différentes activités. Il est d'ailleurs notable que Williamson considère les économies d'échelle et de variété comme pouvant se réaliser sur le marché, sans « intégration ». Si l'on conçoit bien que les économies d'échelle puisse se réaliser par une spécialisation (concentration de l'offre) des firmes sur une activité et donner lieu ensuite à des échanges sur le marché, les économies de variété (ou de gamme) correspondent bien à une intégration au sein de l'entreprise de différents produits, ceci mérite d'être explicité et ne peut être relégué à un mécanisme renvoyant au marché. Autrement dit, le concept de transaction perd en contenu (diversification non liée) ou en pertinence (diversification liée) lorsqu'il est appliqué à la diversification. On peut se demander si le concept « d'interfaçage » se révèle suffisamment riche pour expliquer la diversification. Il est cependant possible d'appréhender la diversification par la théorie des coûts de transaction en « prenant du recul » et en considérant explicitement les facteurs qui sont à la source des coûts de gouvernance et des coûts de production. Il apparaît alors que la théorie des coûts de transaction se révèle très proche de la théorie de l'agence, et qu'elle constitue un creuset où les différentes théories mobilisées trouvent un point de jonction.

---

<sup>1</sup> Le chapitre 6 de Williamson (1994) consacré aux limites de la firme et encore peu mobilisé dans notre exposé fait lui aussi explicitement référence à la stratégie d'intégration verticale et peu aux autres types de diversification. Il permet cependant comme nous le verrons dans le prochain paragraphe d'appréhender les différents types de diversification.

### 3.3.2 Coûts de transaction et diversification

Expliquer la diversification par la théorie des coûts de transaction implique d'aller au-delà du modèle stylisé du paragraphe précédent. En centrant l'étude sur l'organisation et la structure de l'entreprise et en remontant aux facteurs influençant les coûts de production et de gouvernance, des modèles de choix stratégie/structure peuvent être proposés. En dehors de ces modèles, les explications que fournit la théorie des coûts de transaction renvoient (bien qu'elles les précèdent) aux mécanismes des modèles d'agence déjà présentés ou doivent être combinées avec d'autres motifs théoriques spécifiques.

Williamson (1994, chap. 6) explicite les coûts attachés à la structure de gouvernance intégrée par rapport à la gouvernance de marché lorsque la spécificité des actifs est faible. De façon symétrique, il analyse quels peuvent être les désavantages de la gouvernance de marché lorsque la spécificité des actifs est grande. Il avance que la structure intégrée se révèle moins incitative mais permet un meilleur contrôle. On retrouve donc l'idée des modèles d'agence de Gertner et al. (1994) ou de Grossman et Hart (1986)<sup>1</sup>. Les coûts bureaucratiques associés au contrôle sont superflus lorsque les actifs sont peu spécifiques. Inversement, le marché se révèle incapable de mettre en place un système de contrôle aussi performant que la firme lorsque les actifs sont spécifiques : la firme exerce des distortions sur les incitations et le marché des distortions sur le contrôle. L'analyse de Williamson fait de sa théorie des limites de l'entreprise, une théorie contingente. Les coûts de la gouvernance intégrée par rapport à la gouvernance de marché dépendront des distortions qu'exerce la structure choisie sur les incitations et de l'adéquation du contrôle qu'elle permet aux objectifs de la stratégie. Dès lors, il devient possible en étudiant la structure de l'entreprise de juger de son adéquation avec les bénéfices attendus de divers types de stratégies, et de justifier ainsi les stratégies de diversification à travers le niveau de performance qu'elle permet d'atteindre.

C'est sur ce type de raisonnement que Jones et Hill (1988) ou Hill et Hoskisson (1987)

---

<sup>1</sup> Williamson se fonde de la même façon sur la propriété pour étudier les conséquences d'une intégration. Il explicite cependant les facteurs de « désincitations » de l'entreprise et d'une manière générale le phénomène de « bureaucratisation », et considère que le marché ne dispose pas d'une capacité d'audit (de contrôle interne) équivalente à la firme, ce que ne prennent pas en compte les modèles d'agence. Cf. Williamson (1994), note 4 p. 198.

fondent leur appréhension des stratégies en terme de coûts de transaction. Le modèle de Hill et Hoskisson (1987) est assez complet et intéressant puisqu'il lie les bénéfices attendus des types de diversification (ces bénéfices par stratégie sont les mêmes que ceux du modèle de Jones et Hill 1988), la structure organisationnelle de l'entreprise et les besoins d'information du dirigeant nécessaires à une prise de décision qui permette la réalisation des bénéfices attendus. Nous nous contenterons cependant de présenter, à titre d'illustration, les principes du modèle de Jones et Hill (1988). Leur analyse consiste à comparer les bénéfices potentiels de l'adoption d'une stratégie aux coûts « bureaucratiques » qu'entraîne la structure nécessaire à la bonne mise en œuvre de cette stratégie. Les auteurs distinguent dans un premier temps les types d'économies qui sont a priori escomptables de chaque type de stratégie. A une stratégie de diversification non reliée correspondront les « *économies du marché interne du capital* »<sup>1</sup>. Ces économies résultent de ce que les managers de chaque division pouvant adopter un comportement opportuniste, il est préférable qu'ils aient à leur tête une direction centrale qui les contrôle et alloue les capitaux en fonction des résultats. Ensuite, des *économies* « *d'intégration* » sont attendues d'une stratégie d'intégration verticale : cette stratégie permet à la firme d'investir dans des actifs spécifiques qui peuvent avoir une répercussion favorable sur ces coûts de production (Klein, Crawford, and Alchian, 1978). Cela supprime le risque de mauvaise allocation dû à une erreur d'information (Williamson, 1975). Enfin, l'intégration supprime le recours aux nombreux contrats qu'il aurait été nécessaire de passer avec les participants à l'entreprise (Arrow, 1974). La dernière source d'économies, les « *économies de variété* » (economies of scope), est à rapprocher des stratégies de diversification reliée, ces économies résultent de l'utilisation conjointe de sources d'approvisionnement (cas de l'accès à un service public ou indivisible qui peut être partagé par plusieurs unités) ou de compétences. Ces économies sont élargies aux synergies (qui peuvent en théorie se réaliser sur un marché, mais que la rationalité limitée et les pratiques opportunistes rendent peu probables en pratique). En fait ces trois sources d'économies ne sont pas chacune associables à un type de stratégie uniquement.

---

<sup>1</sup> Nous verrons plus loin dans ce même paragraphe que Williamson (1975) est à l'origine de cette idée, ensuite reprise dans les modèles d'agence.

En adaptant le « modèle d'interdépendance des tâches » de Thompson (1967), Jones et Hill (1988) proposent une conceptualisation de ce problème en terme d'interdépendance des tâches. Thompson distingue entre les formes d'interdépendance résultant de la mise en commun (pooled), de la séquentialité (sequential) et de la réciprocité entre les subdivisions des firmes. La diversification non reliée ne permet de profiter que des interdépendances de mise en commun, l'intégration verticale permet de profiter des interdépendances séquentielles en même temps que des « interdépendances » de mise en commun, enfin seule la diversification reliée permet de profiter des trois types d'interdépendances. Chaque interdépendance est incluse dans la suivante. Il s'ensuit que des économies plus importantes peuvent être obtenues des stratégies de diversification reliée que de l'intégration verticale, cette dernière dominant à son tour la diversification non reliée en terme de possibilité d'économies. Cependant chacune de ses stratégies implique la mise en place d'une structure coûteuse pour sa bonne réalisation.

Le point de départ de leur analyse des coûts est que ceux-ci varient en fonction de l'interdépendance organisationnelle. Plus les interdépendances organisationnelles entre les divisions des firmes seront importantes, plus le coût associé au contrôle dans l'entreprise sera élevé. Il semble évident, compte-tenu de la conceptualisation des différentes stratégies qui a été faite en terme d'interdépendances croissantes, que les coûts de contrôle dans une structure visant uniquement les « économies financières » seront moins importants que dans une structure d'intégration verticale, la plus coûteuse des structures étant celle correspondant aux stratégies de diversification reliée. Plus précisément, les « coûts bureaucratiques » sont une fonction linéaire du nombre de divisions pour les firmes non reliées, ils sont une fonction affine à coefficient directeur supérieur du nombre de division pour les structures intégrées, enfin une fonction croissante à un taux géométrique pour les firmes à diversification reliée.

Le choix d'une stratégie donnée résulte de l'arbitrage entre les coûts qu'entraîne la structure à mettre en place et les bénéfices attendus d'une stratégie. Un modèle statique et un modèle dynamique sont présentés. Les facteurs influençant la forme des courbes de coût total et de bénéfice total sont autant internes (découverte de nouvelles technologies dans le traitement de l'information, innovation organisationnelle (passage de la forme fonctionnelle à la forme multidivisionnelle)) qu'externes (état de la concurrence sur le marché servi). Les

auteurs fondent alors des prédictions quant à la performance relative des stratégies suivant ces facteurs.

Les stratégies de diversification peuvent donc, dans une perspective de coûts de transaction, être expliquées et justifiées si l'on considère simultanément leurs objectifs et les formes organisationnelles qui les soutiennent. Il est cependant notable que Jones et Hill (1988) parviennent à ce résultat grâce à un glissement sémantique : de « l'interfaçage » caractérisant l'économie des coûts de transaction, les auteurs passent aux notions « d'interdépendance » et « d'interrelations ». Néanmoins, leur analyse reste conforme à l'esprit de la théorie des coûts de transaction : les formes organisationnelles sont étudiées comparativement à des alternatives et suivant un objectif de minimisation de coûts. Avec cette même démarche, Williamson a, dès 1975, proposé des explications aux stratégies de diversification qui ont ensuite été reprises dans un cadre d'agence. La théorie s'avère en fait féconde en pistes de recherche qui peuvent être reprises ou enrichies par ou avec d'autres théories.

Si l'on considère que dès 1975, Williamson s'inscrivait dans la théorie des coûts de transaction (Joffre 1999), on peut alors constater qu'il a explicitement traité la question de la diversification non verticale à travers la structure organisationnelle qui la soutient : la forme multidivisionnelle. Les arguments de Williamson (1975) correspondent à une version étendue des idées qui ont ensuite été reprises dans les modèles d'agence (cf. § 3.2.2 Marché interne du capital et diversification). Il avance que la forme M (multidivisionnelle) assure une meilleure allocation du capital que la forme unifiée<sup>1</sup>, structure traditionnelle des firmes non diversifiées, du fait de l'autorité et de sa capacité des mécanismes de contrôle interne à réaliser une évaluation détaillée des performances de chacune de ses divisions. La structure unifiée, en devenant importante entraînerait une multiplication des sous-objectifs au sein de chaque centre fonctionnel, créant des inefficiences que les actionnaires pourraient difficilement évaluer et corriger (Williamson 1975, p. 135-136 ; p. 158-159). Par ailleurs le centre de

---

<sup>1</sup> On rappelle que la forme M (multidivisionnelle) est une structure où les décisions courantes sont décentralisées (par produits, activités et/ou zones géographiques), alors que la forme U (unifiée) est une structure centralisée, organisée par fonction (production, achat, vente, finance).

décision des firmes diversifiées multidivisionnelles serait capable, à moindre coût, d'intervenir de façon plus ciblée, en cas de défaillance ex-post, que le marché. Williamson (1975) emploie l'image d'une direction générale qui travaillerait au scalpel par opposition au marché du capital qui ne connaîtrait que la hache. On retrouve dans ses arguments l'idée selon laquelle le rassemblement de différents projets sous une même direction compléterait le marché financier en offrant un mécanisme de contrôle aux actionnaires qui réduit les coûts d'agence. Il écrit ainsi (p. 159) que cette forme organisationnelle « *peut être vue comme une réponse créative du capitalisme aux limites évidentes que le marché du capital rencontre dans ses relations avec la firme* ». L'auteur franchit un pas supplémentaire dans les conséquences de la forme multidivisionnelle diversifiée sur l'efficacité des marchés. La forme M se révèle adaptée pour intégrer de nouvelles unités. Son apparition, et sa multiplication (cf chap. 1, § 3.1), feraient ainsi peser sur les entreprises non diversifiées à structure unifiée une menace de prise de contrôle. Cette menace conduirait les grosses entreprises unifiées à entreprendre des rationalisations, éliminant leurs sources d'inefficience ou, si elles ne le font pas assez rapidement, les condamne à être intégrées au sein d'une firme diversifiée. Les firmes diversifiées à structure multidivisionnelles seraient donc utiles pour le marché financier d'un double point de vue : amélioration directe de l'efficacité par un contrôle interne, amélioration indirecte via le renforcement du contrôle du marché. Ainsi la forme conglomérale se trouve justifiée sur le marché financier puisqu'elle le complète<sup>1</sup>.

D'autres ponts peuvent être envisagés entre la théorie des coûts de transaction et les autres théories. Williamson (1994, p. 155-160) intègre les analyses en termes de pouvoir de marché dans l'étude des frontières de l'entreprise, mais il conteste leur prédominance, arguant qu'elles ne s'appliquent qu'à un nombre limité d'entreprises, qu'elles sont insuffisantes. On serait tenté de faire un lien entre théorie des coûts de transaction et théorie des ressources (cf §1.2 L'optique des ressources). Après tout, ces deux courants mettent au centre de leur paradigme la spécificité des « ressources » ou actifs de l'entreprise. Néanmoins, ces deux

---

<sup>1</sup> Il est remarquable qu'à la page 161, Williamson (1975) développe en des termes littéraires, peu formalisés mais cependant assez précis, l'idée qui sous-tend l'analyse de Grossman et Hart (1986) ou le modèle de Gertner et al. (1994). Par ailleurs, Williamson (1975, note 15 p. 162) cite Bronfenbrenner (1970, p. 151) qui aurait lui aussi anticipé l'analyse de Grossman et Hart (1986).

courants nous semblent assez éloignés. La théorie des coûts de transaction place la transaction au cœur de son paradigme. La spécificité d'un actif se traduit par un redéploiement difficile dans d'autres contextes et conduit à privilégier une forme de gouvernance alternative au marché. Dans la théorie des ressources, l'accent est mis sur les qualités de l'actif pour lui-même et ne se limite pas à sa spécificité. Dès lors, c'est par rapport au marché que l'on juge les qualités d'une ressource. Une ressource spécifique peut être rare, elle trouvera alors facilement acquéreur sur le marché ; elle peut être centrale et trouvera alors à être valorisée dans différents marchés... Les différences sont importantes, d'ailleurs Koenig (1999, p. 209) conteste à l'optique des ressources une prétention à expliquer l'existence et les frontières de la firme.

Pour conclure sur les motifs (non managériaux) qu'offrent les théories contractuelles au mouvement de diversification observé, il est possible d'affirmer que ces théories s'avèrent assez proches et complémentaires. La théorie de l'agence a été appréhendée sous un angle assez normatif. Elle est utilement complétée par la théorie des coûts de transaction, explicative (ou positive), et qui se définit comme une théorie de la contingence prenant en compte les arrangements intra-firmes et leurs structures (Williamson, 1975). Les deux théories avancent une explication commune : la création d'un marché interne du capital qui permettrait une meilleure allocation du capital. Pour Williamson (1975, 1994), l'incapacité des actionnaires à mener un audit de l'entreprise justifie la création d'une direction générale coiffant différentes divisions. C'est donc l'absence d'information ou de compétence qui fait défaut aux actionnaires. Le modèle de Stein (1997) reprend cette idée. Il y est en outre avancé que plus les erreurs de prévision de la DG dans la performance relative de chaque projet seront importantes, plus l'entreprise aura intérêt à investir dans des projets de nature « proches », i.e. avec des résultats corrélés. Le niveau d'erreur de prévision peut être rapproché de l'incertitude que fait peser l'environnement sur les résultats des projets. Plus cette incertitude est élevée, plus les erreurs risquent d'être importantes, plus l'entreprise aura intérêt à investir dans des projets proches. Le modèle de Aron (1988), sans faire appel à la notion de marché interne du capital, s'intéresse à l'impact de la diversification sur la précision de l'information concernant l'effort fourni par le dirigeant. Il y est aussi fait appel à la corrélation entre les termes résiduels des productions des différents projets : suivant la

corrélation entre ces termes, la diversification se révélera être un moyen plus ou moins performant d'améliorer la qualité de l'information. D'une manière générale, deux variables déterminent le niveau de diversification souhaitable : la compétence du dirigeant (Aron 1988 ; Williamson 1975, 1994) et le niveau et la corrélation entre les termes résiduels des productions de chaque projet ou division (Aron 1988, Stein 1997). Plus la compétence du dirigeant est importante, plus le niveau (efficient) de diversification est ou devrait être important. L'incertitude de l'environnement, via son action sur la prévisibilité des résultats, a un effet plutôt négatif sur l'ampleur de la diversification. Dans le modèle de Stein (1997), une forte incertitude pousse à organiser le marché interne du capital autour de projets au comportement de résultats assez proches (ce qu'on pourrait rapprocher d'une diversification liée, voire d'une spécialisation), tandis qu'une situation de faible incertitude semble favoriser les conglomérats. Dans le cadre de ces modèles d'agence, le mouvement de diversification (liée et non liée) des décennies 60 et 70 répondrait alors à la conjonction de plusieurs phénomènes : une compétence managériale capable, en interne, de réaliser un audit de plusieurs projets tel que les actionnaires, peu informés, en serait incapables par eux-même ; une incertitude qui, élevée, aurait favorisé une diversification liée, et, faible, une diversification non liée. Exprimées ainsi, ces conditions restent très générales, il est toujours possible de soutenir qu'elles ont caractérisé les décennies 60 et 70. On a déjà rapidement décrit comment les compétences de management de l'époque étaient perçues comme générales et susceptibles de s'appliquer à n'importe quel domaine (cf. fin du §1.2 L'optique des ressources). Le niveau d'information des actionnaires était sans aucun doute moins important qu'il ne l'est aujourd'hui : les marchés étaient moins développés, plus segmentés, la théorie financière était moins développée, les bases de données n'existaient pas... Le niveau d'incertitude assez faible qui régnait durant les années 60 aurait alors favorisé une diversification non liée, tandis que l'avènement de « la crise » dans les années 70 aurait favorisé une diversification plutôt liée. Cette description très rapide des conditions générales par période ne suffit pas à asséner le bien fondé d'une stratégie (diversification liée ou non, spécialisation) mais permet d'entrevoir que les différents motifs que l'on a pu avancer de la diversification sont liés : on retrouve les mêmes concepts de marché interne ayant pour origine possible des imperfections sur le marché financier dans les théories contractuelles, on retrouve l'idée d'une compétence managériale dans la théorie des ressources et dans la théorie de

l'agence.

## **CONCLUSION**

Il est possible, suivant le contexte, de combiner les approches et arguments évoqués pour fournir une explication à la diversification. Il nous reste cependant à étudier comment l'évolution des conditions économiques par période a pu influencer la pertinence ou la force de ces différents motifs, et les inférences qui peuvent en être tirées sur l'efficacité relative des stratégies de diversification. C'est ce que nous nous proposons de faire dans le chapitre suivant, en faisant apparaître la décennie 1970 comme une décennie de transition.

## **CHAPITRE 3 : Contexte socio-économique et diversification**

Nous observons les motifs théoriques avancés dans le chapitre précédent au regard des conditions évolutives de l'environnement des entreprises ces trois dernières décennies. Leur effectivité dépend en effet en partie de ces conditions. Nous ne considérons pas seulement l'environnement (macro)économique de l'entreprise, mais aussi son environnement social et institutionnel. Les années 60 et début 70 sont mises en avant comme celle de la stabilité où les bénéfices théoriques de la diversification trouvent à se réaliser (Section 1). La période suivante est présentée comme celle d'une rupture : les conditions et l'environnement économique de la fin des années 70 et des années 80 ont fortement réduit les avantages de la diversification en même temps qu'ils ont diminué les ressources financières de l'entreprise et contraint sa stratégie (Section 2). La période « récente » (à partir de mi-1980) s'inscrit dans la continuité de la précédente. Nous insistons plus particulièrement sur les représentations des acteurs et le contexte institutionnel en tant qu'éléments défavorables à la diversification (Section 3).

### **SECTION 1 : Les années 1960 et début 1970, un contexte favorable à la diversification**

Le premier chapitre a été l'occasion de présenter la décennie 60 et le début des années 70 comme celles d'une large diversification des entreprises françaises. Nous n'avons alors pas replacé ce mouvement dans le contexte caractérisant cette période par rapport aux périodes suivantes. Or certains traits de cette période ont pu influencer le comportement stratégique des firmes. D'une part, on se situe dans une période de croissance stable où de nombreux marchés sont encore en expansion. Cette conjoncture, favorable à une croissance extensive, a pu favoriser une diversification des entreprises. D'autre part, le rôle central de l'Etat et les opérations qu'il a initiées à l'époque ont pu aussi ne pas répondre à une logique industrielle

précise et favoriser une diversification (§ 1.1). Les outils stratégiques de l'époque répondent à une conjoncture favorable à la diversification, mais ils ont pu aussi en eux-mêmes favoriser cette tendance stratégique (§1.2).

## 1.1 Une période de croissance stable

Stoffaes (1984) distingue deux périodes dans l'après guerre : celle de la « Reconstruction » (1946-1958) et celle de « l'Expansion » (1958-1973). La Reconstruction est une période où l'Etat se fait planificateur afin de pallier les pénuries de produit et de capitaux. Nous nous intéressons ici plutôt à la deuxième période où, les grandes infrastructures (énergies, transport intérieur, secteurs de base (ciment, sidérurgie...)) sont déjà en place et vont permettre à la France de bénéficier d'une forte croissance durant les années 60.

L'Expansion française (1958-1973) prend place dans un contexte de croissance mondiale. La France bénéficie de ce contexte favorable et entre alors dans une phase d'industrialisation accélérée. Elle surpasse même durant cette période ses principaux partenaires industrialisés (mis à part le Japon), avec un différentiel de croissance supérieur de deux points en moyenne. Cette industrialisation à marche forcée va redessiner le paysage économique et démographique français : tandis que certains secteurs perdent des effectifs (mines, agriculture), les cadres moyens, supérieurs et les professions médicales et sociales voient leurs effectifs fortement augmenter.

Bien que l'on puisse distinguer des sous périodes suivant le niveau de croissance et d'inflation<sup>1</sup>, il est notable que « *l'expansion est très rapide et très régulière, presque sans à-coups* » (Stoffaes 1984, p. 90). La production industrielle sur la période augmente ainsi de 120 % et est assise sur un taux d'épargne très élevé de l'ordre de 25%. Ce contexte de croissance stable offre aux entreprises de nombreuses opportunités d'investissement, la croissance est

---

<sup>1</sup> Taux de croissance de 6 à 8% l'an entre 1958 et 1962, de 4 à 6 % l'an entre 1963 et 1968, de 6 à 7 % l'an entre 1969 et 1974. L'inflation, quasi inexistante en début de période, augmente progressivement pour atteindre le taux de croissance sur la dernière sous période.

plutôt extensive (découverte, développement de nouveaux marchés), ce qui, couplé aux outils stratégiques de l'époque (cf. § suivant), est plutôt favorable à une diversification des entreprises par marchés. Il convient auparavant de s'attarder sur un acteur indissociable des options industrielles de l'époque : l'Etat.

On a déjà mentionné que l'Etat devait être pris en compte dans l'étude des opérations de croissance externe de la fin des années 60 (cf. chap. 1, §3.2). Il est certes difficile de dire que c'est l'Etat qui a inspiré toutes les concentrations de l'époque. Néanmoins, à travers l'approbation qu'il donne aux grandes concentrations de la période 1965-1974, à travers sa politique fiscale favorisant les rapprochements d'entreprises, à travers son discours qui met en exergue l'effet taille, à travers l'exemple qu'il donne dans le secteur nationalisé<sup>1</sup>, il contribue à éveiller la conscience des industriels et facilite les rapprochements. L'objectif du mouvement de concentration dans l'industrie est de doter la France de grandes entreprises capables d'affronter leurs concurrents internationaux. Le Vème Plan (1965-1970) exprime clairement ce volontarisme industriel et l'importance accordée à la taille. Il préconise de contribuer à « *la constitution, ou au renforcement lorsqu'ils existent déjà, d'un petit nombre d'entreprises ou de groupes de taille internationale capables d'affronter les groupes étrangers dans les domaines où s'établit la concurrence : autonomie technique, dimension des unités de production, polyvalence et équilibre entre différentes clientèles et différents marchés géographiques, réserve de puissance pour pouvoir riposter rapidement à la sortie d'un nouveau produit etc. Dans la plupart des grands secteurs de l'industrie (aluminium, Sidérurgie, mécanique, construction électrique, électronique automobile, aéronautique, chimie, pharmacie, etc.), le nombre de ces groupes devrait être très limité, souvent même réduit à un ou deux* » (Rapport sur le Vème Plan de développement économique et social, 1965).

L'observation du mouvement de concentration de l'époque et des stratégies des grands groupes au début des années 70 (cf. chap. 1, section 3) nous a montré que ce phénomène s'était accompagné d'une diversification. Stoffaes (1984, p. 106) observe que « *toutes les*

---

<sup>1</sup> Création de la SNEA (pétrole d'Etat), de la SNIAS (aéronautique d'Etat), d'EMC (chimie d'Etat).

*synergies ne seront pas tirées de ces rapprochements. Ces groupes seront surtout des conglomérats, rassemblant des activités qui n'ont pas toujours de liens industriels. Les restructurations sur le terrain suivront beaucoup plus lentement : la carte des localisations d'activités et des usines changera peu* ». On peut en partie imputer cette diversification au contexte de croissance extensive et de faible incertitude qui règne à l'époque. La plupart des marchés étant en croissance, les groupes se soucient davantage d'occuper les marchés rentables que de cibler leur clientèle. S'il en est ainsi, c'est aussi parce cette stabilité dans la croissance favorise la planification stratégique et que les outils stratégiques développés à l'époque prennent pour acquis, voire prônent, un certain niveau de diversification.

## **1.2 Des outils et un discours stratégique favorables à la diversification**

Les années 60 voient la naissance en France et en Europe des « business school » qui, calquées sur les écoles américaines, visent à réduire un éventuel « managerial gap » avec les Etats-Unis (Stoffaès 1984 p. 107, Goold et Luchs 1993 p. 9). Les mêmes concepts et méthodes de gestion vont être développés dans les pays industrialisés, et diffusés via les écoles de gestion mais aussi directement auprès des entreprises par les cabinets de conseils qui naissent au cours des années 60. L'idée selon laquelle il existe des compétences managériales génériques est alors prégnante, il s'agit donc dans les « modèles » de diagnostic stratégique de fournir aux dirigeants des outils qui leur permettent de se consacrer quasi-exclusivement à la « stratégie » de leur entreprise. Or, sans faire un catalogue exhaustif et approfondi des différents outils d'analyse stratégique<sup>1</sup>, force est de constater que ces derniers considèrent souvent l'entreprise comme un portefeuille d'activité ou de « domaines d'activités ». Il s'agit de gérer au mieux la diversité existante des entreprises.

Si l'on suit Allouche et Schmidt (1995, tome 1), le diagnostic stratégique et ses premiers modèles sont à l'origine une affaire d'universitaires. Les concepteurs de ces premiers

---

<sup>1</sup> Pour des développements sur les modèles d'analyse stratégique, l'ouvrage de Allouche et Schmidt (1995) pourra être consulté. Il distingue les outils de la décision stratégique « avant 1980 » (tome 1) et ceux ayant été développés après 1980 (tome 2)

modèles sont souvent des chercheurs : le modèle LCAG (1965) souvent désigné comme précurseur est élaboré par quatre professeurs (Learned, Christensen, Andrews et Guth), celui de Gilmore et Bradenburg (1962) est aussi issu du monde académique. Ces premiers modèles découpent l'entreprise en domaines d'activité et conduisent à analyser les décisions stratégiques domaine par domaine sans véritable gestion de la diversité des entreprises. La multiplication des domaines d'activité de l'entreprise n'est pas explicitement au cœur des problèmes traités. Ansoff (1965) propose un modèle qui prend en compte la stratégie de l'entreprise dans son ensemble. Deux grandes options sont envisageables après diagnostic : l'expansion et la diversification. Bien que la diversification soit considérée comme « plus risquée » que l'expansion, différentes stratégies de diversification sont explicitées, et la « diversification hétérogène » (diversification non liée ou conglomerale), tant décrite au cours des années 80, figure comme l'une des options envisageables. La diversité des activités de l'entreprise n'apparaît donc pas en soi comme un problème, reflétant les conditions économiques stables de l'époque et la croyance partagée en des compétences managériales génériques pouvant s'appliquer à des domaines d'activités variés<sup>1</sup>. Les modèles académiques initiaux se contentent d'accepter la diversité des entreprises, ce sont plutôt les cabinets de consultants qui vont véritablement « institutionnaliser » la diversification de l'entreprise en cherchant à rendre opératoires les analyses académiques.

Trois grands types de modèles concurrents ont été proposés aux entreprises à partir de la fin des années 60 par des cabinets conseil : le modèle BCG (Boston Consulting Group), le modèle McKinsey, le modèle ADL (Arthur D. Little). Ces modèles, rendent opératoires en les adaptant les prescriptions des modèles académiques : ils prennent explicitement en compte la diversité des activités des entreprises de l'époque, ils rattachent leurs « prescriptions » stratégiques à la contrainte de financement des entreprises. Ils sont d'ailleurs souvent

---

<sup>1</sup> Ces modèles ne prétendent cependant pas que tous les managers peuvent suivre n'importe quelle stratégie. Le modèle LCAG intègre ainsi « les préférences des managers » dans la définition d'une stratégie adéquate... on est encore loin des hypothèses d'opportunisme managériale par diversification qui naîtront au cours de la décennie 80.

développés en symbiose avec une ou quelques grandes entreprises<sup>1</sup>. En schématisant, ces modèles dits matriciels suivent une démarche similaire : dans une première étape sont identifiés les domaines d'activités de l'entreprise (segmentation stratégique), ensuite des facteurs « clés de succès » de chaque secteur stratégique sont définis, enfin les performances financières et la situation stratégique de chaque secteur sont envisagés simultanément (au sein d'une « matrice ») avec le souci d'assurer à l'entreprise les ressources nécessaires à son développement futur. Bien entendu, chaque modèle étant concurrent des autres, il présente ses spécificités (par exemple, le modèle BCG repose sur des facteurs plus quantitatifs que ses concurrents). Sans entrer dans le détail de leurs caractéristiques propres, il convient de noter que la logique de ces modèles renvoie à une conception de l'entreprise comme un portefeuille d'activités dont il convient de gérer au mieux les cycles financiers.

Cette conception de l'entreprise appelle plusieurs remarques. En premier lieu, l'entreprise doit posséder un certain niveau de diversité dans ses activités, ce niveau dépendant bien entendu de la précision de la segmentation stratégique opérée. Ensuite, cette diversité sert à financer au mieux, compte-tenu de la contrainte de financement de l'entreprise<sup>2</sup> (et de son objectif de survie), les projets ou activités qui lui semblent les plus rentables à terme. On retrouve ici partiellement l'idée défendue par Stein (1997, cf. chap. 2, § 3.2.2.2) ou par Williamson (1975, cf. chap. 2, §3.3.2) selon laquelle la direction générale possède une capacité d'audit interne et d'évaluation de chaque projet de l'entreprise que ne possèdent pas les actionnaires ou autres contrôleurs externes. Or on a montré que cette compétence spécifique constitue une justification possible à l'existence d'un marché interne du capital i.e. au rassemblement sous une même direction de projets plus ou moins liés (Stein 1997). Un autre motif de la diversification déjà exposé est implicitement présent dans la logique de ces modèles : l'entreprise en se diversifiant doit chercher à conserver et développer un pouvoir de marché dans au moins un de ses domaines d'activité, voire à profiter d'un pouvoir de

---

<sup>1</sup> Allouche et Schmidt (1995, tome1 p. 58) notent ainsi qu'il n'existe aucun document public officiel du cabinet McKinsey présentant la matrice « atouts-attraits » (pourtant en place chez General Electric), même si par ailleurs de nombreux articles lui ont été consacrés dans la littérature spécialisée.

<sup>2</sup> Le terme de « contrainte de financement » renvoie à l'objectif d'équilibre financier de l'entreprise compte-tenu de ses ambitions et de ses moyens qu'imposent in fine ces modèles matriciels aux entreprises.

monopole. Une dernière remarque vient cependant tempérer la tendance de ces modèles à favoriser la diversification des entreprises : la contrainte de financement qui s'exerce sur les entreprises les oblige à faire des choix de développement. La diversification est certes possible et souhaitable dans ces modèles, mais elle est limitée par les ressources financières dont dispose l'entreprise. Joffre et Koenig (1981) vont dans notre sens lorsqu'ils relèvent : *« Jusqu'au milieu des années 70, la diversification constituait le mot d'ordre, la recommandation majeure que les experts lançaient aux chefs d'entreprise. L'idée du Boston Consulting Group, que les entreprises à la recherche de la compétitivité doivent gérer leurs activités en termes de portefeuille, s'apparente au thème de la diversification. Mais en s'appuyant sur la notion de cycle de vie du produit, cette recommandation insiste sur les disparités entre les contributions des différentes activités à la capacité globale d'autofinancement de l'entreprise. Elle pointe cette évidence que la diversification doit respecter un rythme et que s'il est possible de tout faire, il est irréaliste de tout vouloir entreprendre simultanément ».*

La répercussion qu'ont eue ces outils stratégiques sur le comportement des entreprises à la fin des années 60, puis durant les années 70 est sans doute importante. Le nombre d'entreprises ayant fait appel à ces cabinets de consultants est élevé : Dyas et Thanheiser (1975) ainsi que Channon (1973) signalent que plus de 25% des entreprises européennes ayant adopté la forme multidivisionnelle dans les années 60 ont été consultées par un grand cabinet américain. Au fur à mesure de leur diffusion, ces outils ont pu aussi glisser de la technique analytique d'aide à la décision à un outil de définition même de la stratégie de l'entreprise. Goolds et Luchs (1993, p. 12) écrivent qu'au cours des années 70 *« dans de nombreuses entreprises, les techniques de planification de portefeuille sont devenues plus qu'un outil analytique aidant la direction générale à affecter les ressources de l'entreprise vers les opportunités les plus profitables : elles sont devenues le fondement même de la stratégie d'entreprise. ».*

Dans l'environnement de plus en plus « turbulent » des années 70, ces outils stratégiques vont continuer d'être utilisés. Néanmoins, l'instabilité de la croissance, la stagnation des marchés et l'inflation galopante vont faire peser une plus forte contrainte de financement (baisse des ressources) sur les entreprises, les obligeant à opérer de manière plus

sélective dans le choix et la définition de leurs domaines d'activité<sup>1</sup>.

## **SECTION 2 : Conjoncture économique et diversification - la période charnière des années 1970 et les années 1980**

Nous montrons que, malgré la prégnance d'outils stratégiques a priori favorables à la diversification, la période qui s'étend du milieu des années 70 au début des années 80 est moins favorable que la précédente à une diversification. Une relative incertitude dans l'environnement peut réduire les avantages théoriques à la diversification que nous avons exposés précédemment. Mais c'est plus fondamentalement la contrainte financière qui pèse sur les entreprises que nous mettons en avant. Dans un premier temps (années 70), celle-ci s'est exprimée sous la forme d'une baisse des ressources de l'entreprise due à un ralentissement général de l'économie et de secteurs auparavant porteurs (§ 2.1). Les entreprises ont dû opérer une plus forte sélection dans le choix de leurs activités. L'appréhension par les managers des opérations de désinvestissement illustre notre propos (§ 2.2). A partir du début des années 80 (environ 1985), la contrainte financière change de nature. Elle ne s'analyse pas comme une chute des ressources, mais plutôt comme des besoins de financement en augmentation face à l'internationalisation et la globalisation des marchés. La nécessaire concentration des ressources sur quelques marchés a entraîné une nouvelle vague de F&A à partir de 1987 dont la logique s'oppose a priori à une diversification (§ 2.3).

### **2.1 Les entreprises face à « la crise »**

On a déjà mentionné que la fin des années 60 voit se révéler des risques inflationnistes (cf. ce chap., § 1.1). Cette tension est manifeste dans plusieurs pays et l'on assiste en 1971 à la

---

<sup>1</sup> L'analyse de Filgstein (1993) va dans notre sens puisqu'il décrit la fin des années 60 comme celles du passage d'une conception marketing de l'entreprise (le consommateur est roi, il faut satisfaire le « consommateur moyen de masse ») à une conception plus financière ou il convient de restructurer le portefeuille déjà diversifié des entreprises.

fin du régime des changes fixes. Le choc pétrolier de 1973 renforce cette tendance. L'inflation va alors durablement s'installer pendant plus de 10 ans en France. L'inflation de cette période n'est pas, malgré les chocs pétroliers (1973, 1979), uniquement une inflation importée. Elle trouve aussi des sources internes : Stoffaes (1984) note ainsi que l'augmentation des salaires est supérieure à celle de la productivité durant les années 70, les salariés s'accaparant une part plus importante de la valeur ajoutée durant cette période. L'inflation ne peut non plus être dissociée de la crise industrielle qui se profile à la fin des années 60 : on observe un ralentissement de la production industrielle (Stoffaes 1984, p. 18). Les entreprises vont alors subir une alternance de phases dépressives et de légères reprises jusqu'au début des années 80<sup>1</sup> : profonde dépression en 1974-1975, reprise molle entre 1976 et 1979, nouvelle chute mi-1980, amélioration éphémère (politique de relance des socialistes) en 1982 suivie d'une aggravation en 1983 (mise en place du plan de rigueur). Elles doivent faire face, dans ce contexte incertain, à une stagnation des marchés. On peut donc affirmer que cette période est, comparée à celle des années 50 et 60, relativement incertaine. En accord avec le modèle de Stein (1997) précédemment exposé, il pourrait en découler, via l'impact sur la prévision des managers et leur capacité à ordonner les projets selon leur rentabilité, une moindre diversification souhaitable de la part des actionnaires (cf. chap. 2, § 3.2.2.2). Mais la crise à d'autres effets contraignant plus certainement la diversification au niveau des entreprises.

Les conditions de cette période se font ressentir sur la santé financière des entreprises. On observe une chute brutale de l'épargne brute des entreprises, surtout en 1974 et 1975, une légère embellie entre 1976 et 1979 (les dettes à court terme sont transformées en dettes à moyen et long terme, cf Stoffaes 1984, p. 47) avant la rechute de 1980. Les frais financiers connaissent un fort accroissement du fait de cet endettement supplémentaire couplé à une inflation galopante. Les entreprises subissent donc une chute de leur ressources, et ce n'est que vers le milieu des années 80 que leur situation s'améliorera (cf. § 3.2.3).

Il est intéressant de faire le parallèle entre la santé de l'économie et des entreprises, et,

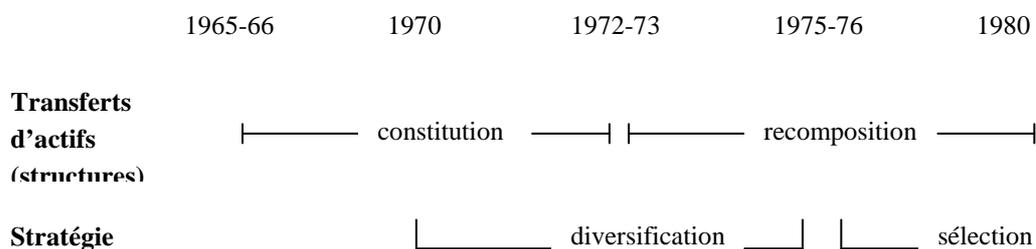
---

<sup>1</sup> Stoffaes (1984) remarque que la sévérité de cette crise industrielle est sectoriellement contrastée : elle a plus durement touché les biens intermédiaires et les biens de consommation courante que les équipements (téléphone...), les transports (automobile) ou les quelques industries de pointe.

les opérations de croissance externe dont on a souligné au début de cette partie qu'elles ont connu un fort accroissement à la fin des années 60 et au début des années 70. On constate alors que la chute (en nombre et en volume total) des opérations puis leur stabilisation à un niveau plus faible se fait à partir de 1974 (Allouche 1981, cf. chap. 1, § 3.2 pour une synthèse), juste après le premier choc pétrolier. A partir de 1974, les principales opérations de transfert d'actifs ont été réalisées au sein même des groupes. Les études sur ces opérations de croissance externe parlent alors de période de consolidation. Au niveau des stratégies de groupe, le rapprochement conduit à un constat tout aussi frappant : jusqu'en 1974-1975 le nombre de groupes poursuivant une stratégie de diversification (liée et non liée) va croissant, puis à partir du milieu des années 70, il apparaît une stabilisation des comportements stratégiques (Louitri, 1984).

Tout se passe comme si les groupes, principaux artisans des transferts d'actifs, avaient considérablement réduit leurs opérations de croissance externe lorsque s'est exercée la contrainte financière liée à la période de crise (1974). Prenant conscience du caractère durable de la crise, ils auraient alors stoppé la diversification par croissance externe pour se consacrer à une rationalisation de leur structure par des transferts internes à partir de 1975. Cette périodisation décalée des opérations de croissance externe et des stratégies est aussi observée par Soulage (1980). A partir de l'étude de 17 grands groupes au cours des années 70, il constate que les mouvements de transferts d'actifs précèdent les mouvements stratégiques. Nous reprenons à la figure 6, la schématisation que fait Batsch (1992, p. 119) de la représentation des stratégies de groupe selon Soulage (1980).

Figure 6 : Croissance externe et stratégies dans les années 70



On observe donc un lien possible entre le comportement stratégique des firmes et la contrainte de financement qui a pu s'exercer à partir du milieu des années 70. Par ailleurs les années 70 voient aussi naître l'internationalisation des marchés, nous étudierons ce point plus en détail dans le paragraphe consacré aux stratégies des années 80 (§ 3.2.3). Mais il convient dès maintenant de noter que l'internationalisation n'est pas sans conséquence sur la diversification des entreprises : Taron et Vincent (1979) observent sur un échantillon de 183 entreprises que celles soumises à une concurrence internationale en 1975 et se développant par croissance externe sont, en moyenne, moins diversifiées que leurs consœurs.

Une analyse de la stratégie dominante en fonction du contexte peut être proposée. Le mouvement de diversification observé à la fin des années 60 et au début des années 70 a pu répondre à la stagnation de marché qui s'annonçait déjà. Le passage d'une concurrence extensive (années 50 et 60) à une concurrence intensive au cours des années 70 pousse les firmes à accroître, en particulier par croissance externe, le nombre de marchés servis. Cependant, la crise qui s'installe à partir de 1973 tarit les sources de financement des entreprises, tandis que la concurrence internationale ne se relâche pas. Dans ce contexte, les groupes français cessent de pratiquer une croissance externe pour se concentrer sur une restructuration en interne. Le mouvement de diversification se stabilise de ce fait à partir de 1975-1976. Cette interprétation sera renforcée par l'étude des stratégies dans les années 80 qui mettra l'accent sur la concurrence internationale. Bien que se situant à un niveau macroéconomique, cette analyse souligne un problème que nous retrouverons à plusieurs reprises dans la suite de la thèse : la performance de l'entreprise n'est pas sans effet sur la stratégie suivie, les études qui se contentent d'observer l'impact d'un type de stratégie sur la

performance de l'entreprise oublie souvent que la causalité pourrait être renversée.

D'autres éléments caractéristiques de la période charnière que constituent les années 70 peuvent être invoqués. Ainsi Taron et Vincent (1979) constatent que les firmes qui ont le plus recours à la croissance externe entre 1966 et 1975 sont celles qui, initialement, étaient les plus diversifiées. Il serait tentant de rapprocher ces entreprises des entreprises diversifiées multidivisionnelles qui, suivant Williamson (1975), joueraient un rôle positif dans l'allocation efficiente des fonds dans un marché externe peu informé. Il nous faudrait alors cependant reconnaître que ces grandes firmes diversifiées auraient ensuite cessé de jouer ce rôle puisque Soulage (1980), sur un nombre certes limité de 17 grands groupes industriels français, observe une centralisation de la stratégie au niveau de la tête de groupe à partir de 1975. Ainsi à la logique financière caractérisée par « *la centralisation des capitaux, une répartition inégale des fonds entre les composantes du groupe et un contrôle étroit des résultats* », les groupes auraient adjoint une logique plus industrielle, intégratrice, dans laquelle « *le centre propose directement des politiques industrielles à la « périphérie » en fonction de la vision globale qu'il a sur l'évolution du groupe* ». Ces grandes entreprises auraient donc, dans une période d'incertitude et de difficultés, abandonné leur rôle de simple « auditeur interne » que leur prête Williamson et les modèles d'agence pour aller vers une intégration plus importante. Elles perdraient alors en partie leur raison d'être au vu de l'efficience du marché (Williamson 1975, cf chap. 2, § 3.3.2) ou de l'affectation optimale des fonds (cf. chap. 2, § 3.2.2). Ces éléments de réflexion, bien que plausibles, restent cependant, pris isolément, très incomplets<sup>1</sup>. Il nous semble plus utile de montrer que ces conditions changeantes dans les années 70 trouvent un reflet dans l'appréhension des opérations stratégiques par les gestionnaires.

---

<sup>1</sup> Pour que ces éléments d'analyse acquièrent un crédit, il faudrait les compléter en s'intéressant en particulier au niveau d'information existant sur le marché, aux nouvelles formes d'investissement (fonds de pension, OPCVM...), nous les reprendrons en fin de section.

## 2.2 Une évolution se traduisant dans le mode de pensée des gestionnaires

La contrainte financière (baisse des ressources) qui s'est exercée sur les entreprises françaises à partir de 1974 les a poussées à rationaliser leur structure. Bien souvent, elles ont du procéder à des désengagements contraints afin de dégager des liquidités. Une analyse rapide des études menées par contact direct auprès des gestionnaires sur les opérations de désinvestissement est à cet égard instructive. Il y apparaît une modification progressive de l'appréhension des opérations de désinvestissement. Vécus au début des années 70 comme une véritable contrainte, le désinvestissement s'intègre peu à peu dans un plan stratégique. Le tableau 8 reprend les principales conclusions d'études de cas ou d'études par contact direct auprès de managers sur les désinvestissements. Nous y surlignons les passages qui nous semblent importants.

Tableau 8 : Etudes qualitatives des désinvestissements

AUTEURS (échantillon)	PRINCIPAUX RESULTATS ET RECOMMANDATIONS	SOURCE
W. MARPLE (non précisé) US	-le retrait s'écarte des schémas financiers traditionnels, -les valeurs historiques sont privilégiées par rapport aux valeurs de marché, -les profits sont étudiés plutôt que les cash-flows, -les <b>analyses sont menées au coup par coup en dehors du plan financier.</b>	« Financial aspects of voluntary divestiture in large industrial companies », Thèse de doctorat, Harvard Business School, 1967.
R.H. HAYES (non précisé) US	-le <b>désinvestissement</b> est une opération conduite par la direction générale, dans le secret et <b>sans études préalables.</b>	« New emphasis on divestment opportunity », Harvard Business Review, 1969, juillet, pp 55-67.
S.C GILMOUR (3 cas) U.S.	-le <b>désinvestissement</b> correspond à une <b>réaction individuelle à une crise non prévue</b> (sans rationalité économique), -la direction générale est directement impliquée (centralisation), -la décision est prise à partir de <b>considérations personnelles et les aspects techniques et analytiques sont minorés,</b> -les <b>motivations de l'abandon sont éloignées de critères rationnels,</b> -une structure centralisée facilite le retrait (non stratégique).	« The divestment decision process », Thèse de doctorat, Harvard Business School, 1973.

L. VIGNOLA (non précisé) U.S.	-le désinvestissement correspond à une situation problématique (il doit être revalorisé dans l'entreprise).	« Strategic divestment », AMACOM, American Association Management Associations, New-York, 1974.
C. CADIOU (3 cas) FRANCE	- <b>l'analyse du désinvestissement se fait au cas par cas (en dehors de toute politique)</b> ; c'est un domaine réservé de la direction générale et de la direction financière, -les actifs oisifs sont prioritairement cédés, - <b>l'opération se passe dans le secret, elle vise soit à rationaliser les actifs soit à dégager des fonds,</b> -la rentabilité, la part de marché et le chiffre d'affaires sont privilégiés pour décider l'abandon d'activités, -le succès de l'opération dépend de la rapidité de l'opération, -les activités utilisatrices de main d'oeuvre et les poids morts sont des candidats prioritaires à la cession.	« Analyse de la décision du désinvestissement : l'optique financière », Document CEREFIA, RENNES, 1978.
B. MAROIS (3 cas) FRANCE	-il y a <b>exagération des thèses avançant l'absence de stratégie et un subjectivisme au niveau des motivations,</b> -les différents échelons de l'organigramme sont concernés par l'élaboration du retrait; la direction générale arbitre, - <b>il faut distinguer le désinvestissement financier de celui d'implantation,</b> -le retrait est analysé comme une réponse à une situation ponctuelle et les entreprises hésitent à le pratiquer.	« L'art de désinvestir », Revue Française de Gestion, juin 1979, pp13-21
J.J. BODDEWYN (3 cas) EUROPE	-les <b>considérations financières prédominent</b> dans le retrait, <b>le désengagement répond parfois à des objectifs stratégiques,</b> -l'analyse insuffisante du pré-investissement, les conditions défavorables de l'environnement, l'inadaptation aux conditions du marché, le manque de ressources et <b>des pressions externes expliquent le retrait</b> ; c'est une solution tactique à une situation de crise, -le positionnement matriciel (BCG) sert à détecter les activités en déclin ; <b>le désinvestissement est un acte normal de la vie des sociétés</b> qui nécessite des études dont les conséquences sont multiples et souvent bénéfiques pour la firme.	« Politique d'investissement, réductions ou cessations d'activités de multinationales en Europe : le point de vue managérial », CEEIM, PUF, 1979.

V.K. NARAYAMAN ; M. TAYLOR; D.G. KINNER (14 cas) U.S.	<p>-le désinvestissement est une décision volontaire prise par la direction générale,</p> <p><b>-quatre types de retraits sont observables : retour aux bases, réorientation, rééquilibrage de portefeuille, restructuration interne,</b></p> <p>-les causes du désinvestissement sont multiples.</p> <p>-la fréquence du désinvestissement augmente la formalisation de la procédure du retrait dans une entreprise,</p> <p>-l'ampleur des cessions crée un besoin d'intervention d'agents extérieurs au niveau de l'évaluation, la négociation et la recherche d'acheteurs. <b>La communication de l'information aux postulants et à la communauté financière est importante,</b></p> <p>-la participation des cadres est nécessaire au succès,</p> <p>-les modalités de retrait peuvent être très variées,</p> <p>-le LMBO s'applique volontiers aux entités frappées par le déclin,</p> <p>-il n'existe pas de procédure simple de désinvestissement généralisable.</p>	« Strategic Management of divestment in the United-States », meeting annuel n°3, Strategic Management Society, Paris, 1983.
I.M. DUHAIME; J.H. GRANT (40 cas) U.S.	<p>-les auteurs vérifient un certain nombre d'hypothèses relatives à la prise de décision et à la réalisation du désinvestissement; ils cherchent à identifier les variables financières, économiques, managériales,</p> <p>-trois hypothèses se trouvent vérifiées :</p> <p>la position financière de l'entité cédée est le critère prédominant,</p> <p>la faiblesse des résultats (profits) est pris en compte,</p> <p><b>les entités désinvesties sont indépendantes des autres activités (non intégrées).</b></p>	« Factor influencing divestment decision-making : evidence from a field study », Strategic Management Journal, vol. 5, 1984, pp 301-313.
J. BRILMAN (20 cas) FRANCE	<p>-les interviews de cadres des groupes malades ont montré que les sociétés étaient frappées de féodalisme et de bureaucratisme,</p> <p>-le redressement, pour être un succès, doit être mené rapidement; il suit un scénario du type : -analyse de la situation (période d'observation)-mesures d'envergure-attente d'effets immédiats,</p> <p><b>-les options stratégiques sont : l'identification des métiers de la firme, le recentrage vers les métiers rentables ou connus,</b> la vente d'actifs (reconstitution des finances), la réduction des capacités (fermeture d'usines), l'arrêt et la reprise des investissements (crise de trésorerie et rénovation technologique),</p> <p>-le redressement se caractérise par le changement de l'équipe dirigeante, le démantèlement de l'organisation et la reconstitution de centres de profit avec objectifs de réduire les coûts ou de faire des économies.</p>	« Gestion de crises et redressement de l'entreprise », Editions Hommes et Techniques, Enquête CEGOS 1985.

Source : Christian Cadiou, *Les stratégies de désinvestissement des moyennes et grandes sociétés françaises, analyse théorique et empirique*, Thèse pour le doctorat d'état es sciences de gestion, Rennes, p. 260-263, 1988.

Les premières études américaines et l'étude de Cadiou (1978) vont dans le même sens. Elles font apparaître le désinvestissement comme une opération assez exceptionnelle, non formalisée, qui n'entre pas dans un plan programmé mais semble répondre à un impératif. Le désinvestissement, malgré la pénétration progressive des modèles d'analyse matriciels, n'est pas encore totalement entré dans les mœurs des gestionnaires après une période de forte croissance et de stabilité. Néanmoins, dès la fin des années 70 (étude de Marois 1979), il semble que la perception de ces opérations change : l'opération n'est plus tenue secrète, elle commence à s'intégrer dans un plan stratégique, les réticences face au désinvestissement s'estompent. Enfin, au début des années 80 (étude Brilman, 1985 pour le cas français), le désinvestissement est une opération programmée, il s'insère dans une stratégie et l'on voit poindre la rhétorique des stratégies de recentrage.

En conclusion, les années 70 ressortent comme celles où la chute et l'instabilité de la croissance ont conduit les entreprises, sous une plus forte contrainte financière, à être plus sélectives dans le choix des activités devant intégrer leur « portefeuille ». Cette pression, cette sélectivité est apparente dans la perception des opérations de désinvestissement. A la fin des années 70 et au début des années 80, cette raréfaction relative des ressources contraint les entreprises à concentrer l'affectation de leur ressource, prélude au « recentrage », leitmotiv à partir du milieu des années 80. Les propos de Joffre et Koenig en 1981 illustrent parfaitement les caractéristiques saillantes de cette période au regard de la diversification : une prégnance d'outils d'analyse stratégique qui deviennent le fondement même de la planification stratégique, une instabilité croissante de l'environnement, une stagnation des marchés, corollaire de la tendance économique dépressive, qui entraînent de la part des entreprises une réaction conservatoire limitant leur diversification : *« Avec le recul du temps, il a été possible d'apprécier les avantages et les inconvénients des politiques de diversifications, notamment celles qui se firent par le biais de la croissance externe. Les travaux concernant les entreprises américaines indiquent que, dans l'ensemble, les opérations n'ont pas abouti à*

*réduire, comme il était escompté, le risque d'entreprise. Ce qui s'expliquerait par la prééminence accordée aux considérations financières à court terme sur l'analyse stratégique. [...] Mais puisque nous sommes aujourd'hui conscients de l'attention qu'il convient d'apporter au rythme des flux financiers, aux effets de complémentarité et d'entraînement d'un portefeuille d'activités, n'est-on pas en mesure de tirer le meilleur parti du principe de diversification ? [...] La turbulence de l'environnement restreint considérablement le nombre des élus : il n'y a plus guère de place dans le sillage des entreprises leaders, que des remous. Dans cette perspective, la diversification peut bien réduire le risque de l'entreprise, elle aboutit pratiquement par définition à une dispersion des ressources. Que des effets de complémentarité et d'entraînement soient obtenus (synergies) ne signifie pas que l'on renforce les points forts de l'entreprise. Même sur les marchés ayant atteint leur maturité, les entreprises « leaders » ne sont pas prêtes à tirer des positions qu'elles y ont acquises, les ressources de financement nécessaires à d'éventuelles diversifications. ».*

A partir du milieu des années 70, le mouvement de diversification semble stoppé par la baisse des ressources financières des entreprises et une instabilité croissante de l'environnement. Au cours des années 80, la contrainte financière qui s'exerce sur les entreprises va changer de nature tout en restant présente. Les « stratégies de recentrage » comme correction des diversifications entreprises à la période précédente vont alors voir le jour.

### **2.3 Les années 1980 : naissance des « politiques de recentrage » des entreprises**

La contrainte financière ne s'est pas réellement relâchées au cours des années 80 malgré une relative restauration de la santé des entreprises. Suivant Batsch (1992), nous arguons du discours autour des stratégies de recentrage que la contrainte financière a changé de nature : la rareté des ressources au cours des années 80 ne résulte pas d'un ralentissement général de l'économie, mais plutôt de la montée des besoins de financement dans un

environnement largement internationalisé. La conséquence sur les entreprises<sup>1</sup> en est une poursuite de la correction du mouvement de diversification des années 60 et début 70 mais qui ne procède pas de mesures défensives réalisées dans l'urgence (cf. notre survol des études sur les opérations de désinvestissement, §2.2 Une évolution se traduisant dans le mode de pensée des gestionnaires) comme au cours des années 70, mais plutôt d'opérations (d'acquisition et de désinvestissement) s'intégrant dans des stratégies actives communiquées à la communauté financière. Nous verrons ainsi que la nouvelle vague de concentration (§ 2.3.1 Une nouvelle vague de fusions et acquisitions) permise par une restauration de la santé financière des entreprises (§ 2.3.2 Une amélioration de la santé financière des entreprises) ne semble pas se traduire par une diversification accrue (§ 2.3.3 Internationalisation et « recentrage » des entreprises).

### **2.3.1 Une nouvelle vague de fusions et acquisitions**

Dehry (1995) se propose, à travers différentes sources disponibles, de retracer l'évolution des fusions et acquisitions (F&A) en France de 1959 à 1992. Les sources utilisées pour les années 80 sont les études de Paturel (1981, 1982, 1983) sur les restructurations, puis le rapport Deals pour la période 1983-1992. Les chiffres avancés par ces études ne sont pas directement comparables, les opérations prises en compte ne se recouvrant pas tout à fait. Dehry (1995) limite le biais qui en découle en ne prenant en compte que les opérations « de croissance externe ou décroissance externe »<sup>2</sup> relevées par Paturel. Les chiffres deviennent alors comparables : sur la période 83-85, le nombre d'opérations relevées par Paturel équivaut à 80% de celui avancé par le rapport Deals. La différence provient en particulier du classement par Paturel des absorptions de filiales en opérations de réorganisation interne, tandis que le rapport Deals les intègre dans son recensement des opérations de fusions et acquisitions. Nous reprenons le tableau établi par Dehry (1995) pour les années 1980-1992.

---

<sup>1</sup> On pourrait aussi faire un lien entre la dérèglementation des marchés financiers mise en œuvre au début des années 80 et le besoin croissant de financement des entreprises, cf. § suivant.

<sup>2</sup> Ces deux types d'opérations sont symétriques, une opération de regroupement se traduit par une croissance externe pour l'acheteur et une décroissance externe pour le vendeur. Paturel dénombre d'autres types de restructurations : celles de croissance interne, de croissance conjointe, les accords de coopération, et les restructurations internes.

*Tableau 9 : Evolution des opérations de fusions et acquisitions en France de 1980 à 1992.*

<b>Année</b>	<b>Nombre F&amp;A</b>	<b>Valeurs F&amp;A (1)</b>
1980	135	Nd
1981	148	Nd
1982	175	Nd
1983	196	Nd
1984	199	Nd
1985	264	7,98
1986	284	15,16
1987	915	39,44
1988	1053	71,09
1989	1377	92,47
1990	1774	136,69
1991	1418	101,45
1992	1326	91,94

Source : Dehry (1995), p. 27.

(1) : en milliards de francs, francs constants.

On observe que les opérations de F&A sont relativement peu nombreuses au début des années 80, mais en augmentation constante jusqu'en 1986. L'année 1986 semble atypique puisque, bien que le nombre d'opérations n'augmente que faiblement par rapport à l'année précédente, la valeur des actifs transférés double quasiment. Il est possible d'imputer ce phénomène à la hausse générale des cours boursiers en 1986 (sur une base 100 fin décembre 1981, l'indice général CAC de la bourse de Paris passe à 165,8 fin 1985, monte en flèche à 397,8 fin 1986 avant de « s'écrouler » (krach d'octobre 1987) à 280,7 fin 1987, puis de repartir fortement à la hausse à 415,6 fin 1988), cette hausse entraînant une « survalorisation » des opérations. C'est cependant à partir de 1987 que, tant en nombre qu'en valeur, les F&A décollent réellement.

Les autres sources dont on peut disposer confirment le tournant pris à partir de 1987.

Au niveau des opérations boursières le nombre d'opérations<sup>1</sup> recensé par la COB connaît aussi une brusque augmentation en 1987 (cf. tableau 10). Au niveau de l'ensemble des entreprises industrielles de plus de 100 salariés que suit l'INSEE et le SESSI (Ministère de l'Industrie), le tableau est moins tranché : le total des apports reçus par ces entreprises connaît bien un pic en 1987, un autre en 1990, mais des niveaux comparables à ceux du début des années 80 entre ces deux années<sup>2</sup>. L'INSEE a recensé, de 1985 à 1989 inclus, les opérations (prises de contrôle, participation minoritaire, accords) mentionnées dans la presse professionnelle. Bien que ce recensement ne prétende pas à l'exhaustivité, il en ressort une hausse des opérations en 1987 et en 1988<sup>3</sup>. D'une manière générale, on assiste donc à une nouvelle vague de fusions et acquisitions à partir de 1987, c'est-à-dire 20 ans après la vague de concentration-diversification que l'on a pu observer à la fin des années 60 et au début des années 70. Cette nouvelle vague est sans commune mesure, de part l'importance des actifs transférés, avec la précédente. Comme le note Dehry (1995), la valeur des opérations recensées sur la période 1966-1972 est inférieure (en francs constants) à celle enregistrée au cours de la seule année 1990. La fin des années 80 se trouve ainsi caractérisée par l'importance des opérations de croissance externe dans le développement des entreprises. Beau et Sananes (1990) confirment l'importance prise par la croissance externe durant cette période : le montant des fonds investis dans les entreprises de l'industrie et du bâtiment génie civil et agricole rapporté à la valeur ajoutée passe d'un niveau moyen d'environ 3% entre 1980 et 1985 à 5,6% en 1986 et 8,4% en 1988.

---

<sup>1</sup> Apports partiels d'actifs, offres alternatives d'achat ou d'échange, cessions de blocs de contrôle suivies d'un maintien de cours ayant abouti au changement de contrôle et parfois à la fermeture d'une société inscrite à la cote officielle ou au second marché.

<sup>2</sup> Afin de ne pas alourdir l'exposé, nous ne reprenons pas les chiffres de l'INSEE dans un tableau. On peut se contenter de citer les chiffres globaux des apports reçus par les entreprises industrielles à partir de 1985 : 1985 (20213 MF), 1986 (13667 MF), 1987 (26133 MF), 1988 (11163 MF), 1989 (18581 MF), 1990 (30618 MF). Source : SESSI-EAE, cf. « l'industrie française », collection les chiffres clés, pour les années correspondantes.

<sup>3</sup> L'INSEE (collection « archives et documents ») souligne que son recensement n'est pas exhaustif, les chiffres avancés ne servent donc que d'illustration : 178 opérations en 1985, 166 en 1986, 222 en 1987, 353 en 1988 et 375 en 1989.

Tableau 10 : Opérations de rapprochement boursières

Années	Fusions	APA (a)	Offres Publiques (b)	Blocs de contrôle (c)	TOTAL GENERAL
1980	56	12	14	12	94
1981	39	6	8	10	63
1982	40	3	5	10	58
1983	56	10	8	13	87
1984	48	7	3	18	76
1985	54	13	11	13	91
1986	41	10	12	19	82
1987	52	23	10	35	120
1988	58	28	37	35	158
1989	59	38	33	48	178
1990	46	22	38	81	187

(a) : Apports partiels d'actifs

(b) : Offre d'achat ou d'échange ou alternative

© : Cessions de blocs de contrôle suivies d'un maintien de cours qui ont abouti au changement de contrôle et parfois à la fermeture d'une société inscrite à la cote officielle ou au second marché.

Source : COB, Rapport au Président de la République, 1990.

Cette vague de concentration trouve différentes sources. Dans la prochaine sous-section nous montrerons que les marchés financiers ont connu un développement au cours des années 80. En attendant, il peut être fait un lien entre la restauration de la santé financière des entreprises au début des années 80 et cette vague (§ 2.3.2 Une amélioration de la santé financière des entreprises), et, entre la tendance stratégique initiée par ces opérations et le contexte de forte concurrence internationale dans lequel elles s'inscrivent.

### 2.3.2 Une amélioration de la santé financière des entreprises

A partir de quelques tableaux, nous suivons ici de façon synthétique l'interprétation que donne Batsch (1992) de l'essor constaté des opérations de restructuration à la fin des années 80. L'argumentation consiste à enchaîner la hausse de la rentabilité et des performances financières observées au début des années 80 au désendettement concomitant

des entreprises, ces évolutions créant les conditions nécessaires à la vague de concentration ultérieure<sup>1</sup>.

A travers différentes sources, il est possible de retracer l'évolution des performances financières et économiques des entreprises françaises au début des années 80. Il y transparaît une amélioration continue des performances économiques et financières à partir de 1984 (tableau 11).

On constate (tableau 11.1) que l'amélioration continue est antérieure au mouvement de F&A dont on a daté le démarrage à l'année 87. La capacité d'autofinancement en particulier s'améliore continuellement entre 1984 et 1987, même si à partir de cette date sa progression est encore plus forte. Ceci est en partie dû à une hausse de l'EBE (tableau 11.2) et du rapport EBE / VA qui traduit en partie un partage de la valeur ajoutée défavorable aux salaires durant la période. Pour reprendre Batsch (1992, p. 102), « *tout se passe comme si l'accumulation préalable, pendant deux ou trois ans, de résultats positifs avait débloqué la capacité d'expansion des firmes, notamment des plus grandes, à partir de 1987* ». Mais cet effet sur la capacité d'expansion des firmes est aussi intermédié par le désendettement des firmes dans la même période (Tableau 12).

---

<sup>1</sup> Pour une analyse plus approfondie, quoique ressemblante, du rétablissement de la santé et de la capacité financière des firmes, nous renvoyons donc à Batsch (1992), p. 102-110.

Tableau 11 : Performances économiques et financières au début des années 80

---

11.1 Principaux ratios des entreprises industrielles de 1984 à 1989

(à structure constante, hors énergie, 20 salariés et plus)

<b>RATIOS</b>	<b>1984</b>	<b>1985</b>	<b>1986</b>	<b>1987</b>	<b>1988</b>	<b>1989</b>
VA / CA	35,1	34,4	35,2	35,6	35,3	34,1
EBE / VA	20,6	21,8	23,5	25,9	29,9	31,2
CAF / VA	9,1	9,5	11,8	14,2	18,7	20,6
RNC / CA	-1,0	0,3	0,6	2,3	3,4	3,8

Source : Enquêtes annuelles d'entreprises, Ministère de l'industrie, SESSI)

11.2 Evolution de la rentabilité économique et financière

(échantillons de la Banque de France)

<b>RATIOS</b>	<b>1986</b>	<b>1987</b>	<b>1988</b>	<b>1989</b>
EBE / Capital expl.	16,9	18,7	20,8	21,9
Résultat / Cap. prop.	4,6	6,3	7,6	8,5

---

Source : Batsch (1992), p. 103.

Tableau 12 : Endettement et charges financières au début des années 80

12.1 Niveau d'endettement  
Part des dettes stables dans les ressources propres

1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
0,28	0,29	0,30	0,31	0,32	0,33	0,30

Source : compte standards, INSEE

Taux d'endettement

Endettement (1)	1986	1987	1988	1989
Etude B 88/22	53,4	48,0		
Etude B 89/24		48,6	42,1	
Etude B 90/21			43,2	40,3

(1) La BdF calcule un taux d'endettement défini comme le ratio : (endettement+ groupe et associés créditeurs) / financement propre. Chaque étude porte sur une période de 2 ans et sur des échantillons différents, d'où les problèmes de raccord des séries d'une étude à l'autre.

Source : Banque de France

12.2 Frais Financiers

Frais fi. / EBE	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
IAA	33,4	33,3	33,2	33,3	35,1	38,4	29,8
Biens inter	48,1	65,4	70,6	63,8	56,3	51,9	42,7
Biens éq. Pro.	34,1	38,2	43,5	40,8	41,7	38,4	38,2
Mat. Transp.	49,6	74,4	88,1	103,0	270,0	165,0	68,2
Biens consom.	38,5	42,0	39,3	36,8	38,4	38,8	33,9

Source : INSEE

Source : Batsch (1992), p. 105, p. 106.

Un rapide regard sur le tableau 12 fait apparaître le désendettement tardif des entreprises par rapport à l'amélioration de leur performance : la tendance au désendettement ne se fait sentir qu'à partir de 1986, puis est manifeste pour les années suivantes (tableau 12.1). Ce désendettement est aussi sensible à travers la baisse des charges financières dont la décade s'amorce dès 1985 et se confirme en 1986 (tableau 12.2). Il convient de noter que ce désendettement ne procède pas uniquement du rétablissement des performances financières des entreprises : d'autres motifs, tels que le développement des marchés financiers et le recours à des financements non intermédiés peuvent être avancés (cf. sous-section suivante).

Néanmoins, ce mouvement contribue à rétablir la capacité de financement des entreprises (tableau 11.1). L'enchaînement que l'on pourrait proposer est donc celui d'une hausse des performances des entreprises dans une conjoncture favorable à partir de 1984 qui entraîne un désendettement à partir de 1986, permettant aux entreprises de se lancer dans des opérations de croissance externe offensives à partir de 1987.

Bien entendu, le tableau brossé reste très général et ne suffit pas à expliquer le mouvement de F&A. Pour qu'aient lieu des acquisitions, il faut qu'existent des cibles et l'on pourrait approfondir notre analyse en s'intéressant aux disparités de performance des entreprises comme facteur explicatif. Il nous semble cependant plus important de souligner que ces acquisitions prennent place dans un contexte de marchés relativement saturés par rapport à ceux des années 60 contraignant les firmes à acquérir des parts de marché existantes, et que la priorité est donnée à l'internationalisation durant cette période. Ces deux éléments vont orienter le développement des entreprises vers une concentration de leur ressources. Nous nous intéressons dans le paragraphe suivant aux conséquences de ces acquisitions et de leur contexte sur les stratégies des firmes.

### **2.3.3 Internationalisation et « recentrage » des entreprises**

Le milieu des années 80 marque apparemment un tournant par rapport à la dépression née au cours des années 70. Une conjoncture favorable (1986-1992) a permis aux entreprises de reconstituer leur capacité de financement. Pour autant, la contrainte financière qui pèse sur les entreprises ne se relâche pas. Plusieurs phénomènes concourent à une montée des besoins de financement. Batsch (1992) cite les dépenses de R-D et les investissements de modernisation qui augmentent, la rapidité d'innovation devenant un atout stratégique dans le contexte de concurrence internationale des années 80 (Uzan 1996).

Nous insistons ici particulièrement sur l'internationalisation croissante des marchés, perceptible à travers la localisation des acquisitions. Les entreprises ont dû investir à l'international dans un contexte de forte concurrence (intensive) pour les parts de marché existantes. Ceci a nécessité une concentration des ressources autour d'une ou quelques activités (produit/marché). Ce contexte n'a, semble-t-il, pas conduit à une réduction sensible

de la diversité des entreprises françaises.

Au cours des années 80, le nombre d'opérations au caractère transnational a augmenté comme l'illustre le tableau 13.1. Les opérations franco-françaises restent certes majoritaires tout au long des années 80<sup>1</sup>, ce sont surtout les opérations au sein de la communauté européenne qui profitent entre 1987 et 1990 de la hausse (tableau 13.2). Cette dernière tendance peut en partie être imputée à la préparation de l'acte unique européen et à la libéralisation des frontières à compter de 1<sup>er</sup> janvier 1993. Selon Dehry (1995), les acquisitions françaises de firmes européennes passent de 2,9 milliards de francs en 1986 à 92,9 milliards de francs en 1992. Symétriquement, les acquisitions de firmes françaises par des firmes situées au sein de la CEE s'établissent à 46,1 milliards de francs en 1992 contre 3,7 milliards de francs en 1986.

*Tableau 13 : Opérations de F&A par les entreprises françaises, années 80*

---

13.1 Balance des fusions-acquisitions (en nombre)

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Acq. Franç. à l'ext	59	101	134	194	370	480	433
Acq. Etrangères en F.	75	70	119	178	225	294	298
Solde	-16	+31	+15	+16	+145	+186	+135

Source : « Fusions et Acquisitions »

---

<sup>1</sup> Quelles que soient les sources (« Fusions et Acquisitions » ou chiffres de la CEE, commission de la concurrence), les opérations franco-françaises représentent plus de 60 % du total des opérations de F&A d'entreprises françaises.

### 13.2 Orientation géographique des opérations d'origine française

Année	85/86	86/87	87/88	88/89	89/90
Opé. Franco-françaises	76 63%	79 68%	145 63%	139 67%	86 43%
Opé. Franco-CEE	23 23%	17 16,4%	45 21,2%	43 21%	65 32%
Opé franco-hors CEE	22 22%	20 20%	41 18%	25 12%	50 25%
Total	121 100%	116 100%	231 100%	207 100%	201 100%

Source : CEE, Commission de la concurrence

Le dynamisme des industriels français au niveau international transparait à travers d'autres chiffres. Au cours de l'année 1991, la France occupe la place de premier investisseur international, avec près de 13 milliards de dollars d'acquisitions transfrontalières, soit 41% de l'ensemble des acquisitions effectuées par les entreprises situées au sein de la CEE et 24% des acquisitions internationales (source : K.P.M.G). En 1992, la France retombe, avec 9,9 milliards de dollars d'acquisitions transfrontalières, au second rang derrière les Etats-Unis. Selon Paturel (1991), les opérations de restructuration internationales<sup>1</sup> dépassent en nombre les opérations nationales en 1990. Cette forte internationalisation suit plutôt une logique de concentration des firmes françaises sur des marchés qu'elles occupent déjà.

Peu d'études recensées s'intéressent à la logique économique des opérations de croissance externe caractéristiques de la fin des années 80<sup>2</sup>. Selon Paturel (1991), deux opérations sur trois recensées en 1990 s'intègrent dans une logique d'expansion horizontale. Les diversifications « majeures » ne représentent que 12 % des opérations, l'intégration verticale 10%, enfin les désengagements concernent 9% des opérations. L'auteur conclut que « *la préférence des entreprises pour une certaine focalisation sur leurs métiers semble donc largement confirmée par cette étude* » (p. 131). Cette tendance au recentrage, et la perte

---

<sup>1</sup> On rappelle que Paturel distingue parmi les opérations de restructuration : les restructurations internes, la croissance interne, la croissance externe, la croissance conjointe, les prises de participation sans modification de contrôle, les accords commerciaux, techniques, de recherche... L'auteur travaillant à partir d'article de presse, les opérations de croissance externe, très médiatisées, représentent plus de 50% des opérations en 1990.

<sup>2</sup> Dehry (1995) aboutissant au même constat fonde son exposé sur les chiffres de Paturel, il conclut évidemment aussi à une prédominance des « recentrages sur le métier principal ».

d'attrait des diversifications, apparaît prégnante si l'on se réfère à l'enquête de motivation menée par les services de la CEE. Celle-ci hiérarchise les cinq premières motivations pour les opérations de prise de contrôle dans la CEE (tableau 14). L'intitulé des motivations proposées incite à la prudence : celles-ci ne sont pas alternatives- quelle différence est faite entre « l'expansion » et le « renforcement des positions de marché », qu'entend on par « synergie » et « complémentarité » ?- néanmoins il ressort d'une étude longitudinale que les motivations liées au renforcement ou à l'expansion des marchés de l'entreprise sont en forte progression au cours de la période, tandis que celles liées à la diversification, stables en nombre, passent de 10% à 5% des réponses.

*Tableau 14 : Cinq premières motivations des opérations de prise de contrôle*

<b>Rang</b>	<b>1985/1986</b>		<b>1986/1987</b>	
1	Restructuration	56	Rationalisation	67
2	Expansion	29	Expansion	50
3	Synergie	23	Synergie	28
4	Diversification	20	Position marché	26
5	Position marché	18	R et D	12
	Total réponses	226		383

<b>Rang</b>	<b>1987/1988</b>		<b>1988/1989</b>		<b>1989/1990</b>	
1	Position marché	70	Position marché	155	Position marché	212
2	Expansion	54	Expansion	115	Expansion	126
3	Complémentarité	54	Complémentarité	39	Restructuration	57
4	Diversification	41	Diversification	26	Complémentarité	26
5	Restructuration	23	Restructuration	14	Divers	24
	Total réponses	383		492		622

Source : Services de la CEE, cité in Batsch (1992), p. 144.

Le tableau 14 illustre aussi la situation financière assainie caractéristique du mouvement d'acquisition de la période. On assiste ainsi à un recul relatif des motifs de « restructuration » ou « rationalisation » tandis que les opérations offensives d'extension ou de renforcement de marché progressent.

Si les motifs avancés et les opérations recensées semblent indiquer que la

diversification n'est plus recherchée lors des acquisitions, peut-on en conclure que les entreprises ont réduit la diversité de leurs activités durant la période ? Là encore, le faible nombre d'études françaises recensées ne permet pas d'asseoir un avis tranché. Nous consacrerons d'ailleurs un chapitre (chapitre 5) à une mesure de l'évolution de la diversité des entreprises françaises à la fin des années 80. Il semble cependant que la réduction du nombre des activités de l'entreprise ne ressort pas comme une caractéristique des années 80. Thollon-Pommerol (1990) a suivi l'évolution entre 1974 et 1986, en terme d'effectifs, de structure et d'activités, de 319 groupes parmi les 500 premières entreprises (classement du « Nouvel Economiste ») en 1974. Sur les 195 « survivants » en 1986, c'est-à-dire les groupes descendants de ceux de 1974 et n'ayant pas été absorbés ou liquidés, une mesure de la diversité et de son évolution, fondée sur l'indice d'entropie, est proposée. Pour l'ensemble de l'échantillon, la diversité semble augmenter. Cependant deux types de groupes sont distingués, sur la base de leurs caractéristiques en 1986, qui révèlent des évolutions contrastées : les « groupes d'entreprises », importants en terme d'effectif (salarié), de nombre d'entreprises contrôlées et de diversité (en terme de secteurs ou de branches) et les « entreprises groupes », plus petits<sup>1</sup>. En effet, tandis que les « groupes d'entreprises » augmentent la diversité des activités (branches ou secteurs) entre 1974 et 1986, les « entreprises groupes » réduisent cette diversité. Les résultats sont synthétisés dans le tableau 15. Chaque groupe est alors classé dans une catégorie (recentrage, stabilité, diversification) suivant l'évolution qu'a connu son indicateur de diversification. Cet indicateur est l'exponentiel de l'indice d'entropie calculé sur la répartition de ses effectifs en terme de secteur d'activité (cf. Chapitre 5 pour une interprétation de cet indice). Les variations inférieures à -0,5 révèlent une moindre diversité (recentrage), celles supérieures à 0,5 une diversification et les groupes dont les variations sont comprises entre -0,5 et 0,5 sont dits en « stabilité ».

---

<sup>1</sup> La distinction entre ces deux types de groupes s'est fait sur la base de deux critères fixés arbitrairement : le nombre d'entreprises contrôlées et le nombre de secteurs principaux différents de ces entreprises. Les seuils critiques, appliqués au « nombre équivalent d'entreprises » et au « nombre équivalent de branches » (qui correspondent à l'exponentiel de l'indice d'entropie, cf Chapitre 5) sont de 1,6. Les « entreprises groupes » dépassent donc rarement 2 entreprises et 2 secteurs sous contrôle.

Tableau 15 : Evolution de la diversité de 195 groupes 1974-1986

	Recentrage	Stabilité	Diversification
<b>Groupes d'entreprises</b>			
Dont : français .....	19	41	55
étrangers .....	5	3	17
<b>Entreprises groupes françaises</b>	10	16	0
<b>Ramifications terminales des groupes étrangers</b>	7	21	1

Source : Thollon-pommerol, 1990, p. 27.

En fait, il existe un effet mécanique dans cette discrimination entre les deux types de groupes puisque ces derniers sont classés selon la valeur de paramètres (nombre d'entreprises sous contrôle et nombre de secteurs d'activités) à la fin de la période. Or il est possible que des stratégies de recentrage aient fait passer des groupes d'entreprises en 1974 (donc des groupes relativement diversifiés à l'époque) à la catégorie « entreprises-groupes » en 1986. A l'inverse, des stratégies de diversification ont pu faire passer des groupes initialement « entreprises-groupe » à la catégorie plus diversifiée « groupe d'entreprises » en 1986. Il reste que globalement, la tendance affichée tend plus vers une diversification que vers une spécialisation<sup>1</sup>. La périodisation retenue dans cette étude n'est cependant pas des plus intéressantes pour ce qui nous concerne. En effet, elle est centrée sur l'intervalle de temps dénommé transitoire (fin des années 70, début 80) pendant lequel, au moins jusqu'au début 1975, les entreprises ont continué à se diversifier (cf. chap. 1, § 3.2.2). Il est possible que l'apparente diversification observée soit en partie due à un « résidu » de la diversification entreprise jusqu'au milieu des années 70. Batsch (1992) recourt à une méthodologie similaire sur la période 1986-1989 pour 60 groupes français<sup>2</sup>. Il conclut à une polarisation égale entre les deux tendances stratégiques (recentrage et diversification). Ces deux études contredisent donc l'existence d'une « dé-diversification » au cours des années 80. Mais elles comportent des limites : celle de Thollon-Pommerol est réalisée sur une période qui n'est pas pertinente

---

<sup>1</sup> La surreprésentation des « groupes d'entreprises » dans les survivants tient au fait que le degré de mortalité est plus faible pour les groupes initialement assez importants et diversifiés.

<sup>2</sup> Méthodologie qui sera reprise et explicitée dans notre chapitre 5.

dans notre exposé, celle de Batsch (1992) souffre de n'être réalisée que sur une période de 4 ans. Une nouvelle étude portant sur la fin des années 80 se justifie donc, elle sera réalisée au chapitre 5 de cette thèse.

La période qui s'étend du milieu des années 70 à la décennie 80 apparaît comme peu favorable aux stratégies de diversification. Dans un premier temps (1974-1984), la « crise » a réduit les capacités de financement des entreprises, en même temps qu'augmentaient l'incertitude et la turbulence de l'environnement. On assiste alors à une stabilisation relative des comportements stratégiques des firmes (Louitri, 1984). La crise qui s'annonce au début des années 70 est concomitante, et sans doute liée, à une stagnation de nombreux marchés tirant auparavant la croissance mondiale (Stoffaes 1984). Elle a pour conséquence un renforcement de la concurrence sur des marchés géographiquement de plus en plus étendus. Le poids de l'internationalisation se fait surtout sentir à partir du milieu des années 80. Ayant, à la faveur d'une conjoncture plus favorable et de possibles « transferts de revenus »<sup>1</sup>, recouvré une partie de leurs ressources et de leur profitabilité, les entreprises se lancent alors dans des politiques de croissance externe orientées pour une large part à l'international. A la contrainte financière issue de la dépression généralisée des années 70, s'oppose donc une contrainte financière liée à une concentration nécessaire des ressources à partir de la mi-80 (Batsch, 1992). Néanmoins, la croissance (externe) centrée sur les marchés déjà existants des entreprises ne semble pas se traduire par une moindre diversité interne des entreprises françaises (Thollon-Pommerol 1990, Batsch 1992). Ce constat est, pour une part, peu étonnant : la conjoncture économique ne saurait à elle seule commander la tendance stratégique (diversification vs spécialisation). Néanmoins, nous montrons dans la section suivante que d'autres modifications sont intervenues à partir de la mi-80 qui peuvent apparaître, dans l'ensemble, défavorables à la diversification.

---

<sup>1</sup> Par « transfert de revenus » on entend la tendance à un partage de la VA moins favorable aux salaires relevés au cours des années 80.

## **SECTION 3 : Depuis les années 80 : un nouveau contexte institutionnel, un nouveau regard sur la diversification**

Le contexte des années 80 a contribué à faire évoluer l'analyse et les outils stratégiques. Le terme de « recentrage » revient comme un leitmotiv à partir de la fin des années 80. Il traduit en partie la concentration nécessaire des ressources de l'entreprise autour d'un nombre restreint de projets. Mais l'opinion commune le réduit souvent à une spécialisation ou à une « dé-diversification » nécessaire des entreprises (§3.1). Cette opinion commune et certaines pratiques des analystes financiers peuvent avoir une influence sur le niveau de diversification des entreprises. On montre en effet que la fin des années 80 est marquée par un poids de plus en plus important des marchés financiers sur les entreprises tandis que l'Etat se retire progressivement de la sphère économique (§3.2).

### **3.1 « Recentrage » et évolution des outils d'analyse stratégique**

Au-delà d'une mesure quantitative de la tendance stratégique des entreprises, il reste que les années 80 ont vu fleurir les discours sur les stratégies de recentrage. Le terme de recentrage renvoie en partie à la concentration des entreprises sur leur marché à un niveau international comme on vient de le montrer, il naît aussi en même temps que s'opère un changement dans les outils d'analyse stratégique. Ces changements dans le discours et l'analyse stratégique ne peuvent être totalement passés sous silence dans la mesure où ils peuvent être porteurs d'évolutions ultérieures dans l'évolution des stratégies d'entreprise. Il est ainsi possible qu'au cours des années 80 (en particulier au cours de la période 1986-1989 étudiée par Batsch (1992)), le « mouvement de recentrage » n'ait pas produit tous ses effets. Deux caractéristiques nous semblent devoir être relevées dans l'évolution des outils d'analyse stratégique. Dans un premier temps, dans un contexte de concurrence internationale accrue, l'analyse s'est centrée sur les marchés et la concurrence. L'analyse de Porter (1986) est révélatrice de cette évolution. Ensuite, l'analyse stratégique, autour du concept de « compétences fondamentales » (Prahalad et Hamel 1990), s'est recentrée autour des ressources propres à l'entreprise. Mais loin d'éloigner l'entreprise des marchés, cette dernière

évolution traduit une interpénétration des marchés et de l'entreprise (Uzan, 1996). Force est de constater qu'à travers ces nouvelles approches, l'étendue de la diversification envisagée (ou envisageable) s'est réduite : la diversification non liée ou hétérogène a disparu du champ des possibles. Nous discutons brièvement de ces évolutions, puis nous montrerons que dans la pratique et le langage courant, le recentrage a souvent été assimilé à une spécialisation.

### **3.1.1 Concurrence internationalisée et analyse stratégique**

Chez Porter (1986), l'espace concurrentiel est délimité en secteurs qui se définissent comme des groupes de firmes fabriquant des produits étroitement substituables (« choix stratégiques et concurrence », p 5). Les forces qui commandent la concurrence au sein d'un secteur sont au nombre de cinq : le pouvoir de négociation des fournisseurs, celui des clients, la menace de nouveaux entrants, la menace de produits ou services substituables et les rivalités internes entre firmes du secteur. Cependant, à l'intérieur d'un même secteur, toutes ces forces n'agissent pas de la même façon sur les entreprises suivant la stratégie qu'elles ont adoptée. Porter scinde donc les secteurs en groupes stratégiques constitués de firmes qui, dans un même secteur, suivent la même stratégie ou une stratégie voisine sur un certain nombre de dimensions stratégiques<sup>1</sup>. Afin de pouvoir représenter les firmes d'un secteur sur un même plan, Porter préconise de ne retenir que deux dimensions stratégiques : celles qui sont à la fois les plus indépendantes et les plus explicatives des positions stratégiques dans le secteur<sup>2</sup>. On obtient ainsi une représentation de l'espace concurrentiel d'un secteur qui permet : de se situer; d'identifier les espaces laissés libres, de repérer les groupes stratégiques solides et ceux moins solides, d'envisager les déplacements possibles entre groupes stratégiques. Cette représentation permet donc de déceler les espaces ou groupes stratégiques attrayants et d'envisager la politique à mener pour y parvenir. A ce sujet, bien qu'il considère qu'une stratégie est une construction originale propre à chaque firme, Porter suggère que l'entreprise

---

<sup>1</sup>Ces dimensions stratégiques sont variées et dépendent des secteurs, il peut s'agir : du degré d'intégration, de diversification, de la technologie utilisée, de la politique de prix...

<sup>2</sup>Les techniques d'analyse de données (CAH et ACP) permettent de faciliter le dégagement de ces dimensions stratégiques caractéristiques d'un secteur. celles-ci peuvent alors être des combinaisons linéaires de dimensions stratégiques initiales; ex : un des axes de l'espace concurrentiel pourra représenter une combinaison de l'étendue de la gamme de produits et du degré de technicité utilisé.

doit envisager sa stratégie sectorielle en référence à trois stratégies génériques. Celles-ci sont : la stratégie de domination de l'ensemble du secteur par les coûts qui s'appuie sur la courbe d'apprentissage(elle rejoint ainsi la méthode BCG), la stratégie de domination du secteur par différenciation des produits offerts, enfin la stratégie de niche ou de concentration de l'activité. L'analyse de Porter (1986) envisage une intégration des activités à un niveau global. En effet, selon lui, l'avantage concurrentiel de chaque secteur dépend de la cohérence entre l'ensemble des secteurs. La stratégie globale, qualifiée d'horizontale par Porter (1986), rend compte de cette unité : « La stratégie horizontale coordonne les objectifs et les stratégies d'unités liées les unes aux autres. Elle embrasse les unités existantes et le choix des nouveaux secteurs où il convient d'entrer, en se fondant sur leurs interconnexions avec les unités existantes » (Porter, 1986).

Force est de constater que les stratégies génériques définies s'inscrivent toutes explicitement dans le cadre d'une croissance centrée. Les formes de croissance conglomérales et les holdings de portefeuille sont exclus du champ de la stratégie. Porter réaffirme dans un article en 1987 qu'une stratégie de diversification n'est viable que si elle est fondée sur un transfert de compétences ou un partage de fonction ou services communs. Toutes les stratégies de Porter (Domination par les coûts, diversification des produits (qui peut se traduire par une diversification liée des activités), ou stratégie de niche) peuvent être considérées comme des stratégies génériques de recentrage (Batsch 1992).

L'analyse de Porter (1987) condamne la diversification non liée de même que l'analyse de portefeuille pour conduire une stratégie d'entreprise<sup>1</sup>. Néanmoins toute diversification n'est pas forcément vouée à l'échec. Il convient selon cet auteur, avant d'entrer dans un nouveau secteur, de s'assurer que : (1) le secteur choisi est attractif ou qu'il est possible de le rendre attractif (rentabilité), (2) le coût d'entrée ne capitalise pas tous les profits futurs, et surtout que (3) l'unité acquise (ou créée) peut tirer un avantage concurrentiel de ses liens avec la société

---

<sup>1</sup> Porter (1987) condamne les stratégies fondées sur l'analyse de portefeuille (matrice...) car les avantages qui pouvaient en être tirés dans les années 70 ont disparu avec le développement des marchés financiers. Nous montrerons dans le paragraphe suivant que l'efficacité des marchés s'est sans doute accrue au cours des années 80 compte-tenu de leur développement et de la baisse des « coûts de transaction » (coûts d'information mais aussi de passage des ordres).

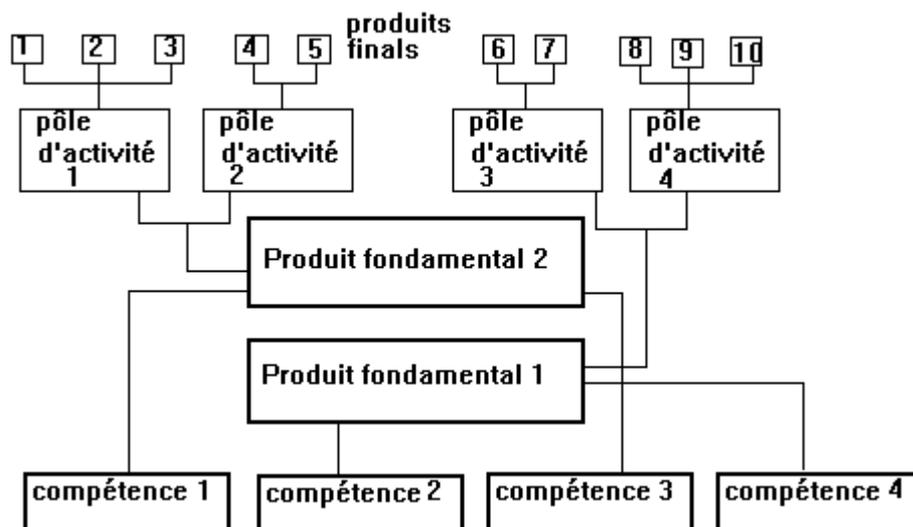
acquéreuse. Cette dernière condition passe par le transfert de compétence ou le partage d'activités entre les unités liées. Le partage d'activités fait référence aux classiques économies de variétés permettant de réduire les coûts ou d'augmenter la différenciation en répartissant l'activité d'un service fonctionnel sur plusieurs unités. Le transfert de compétences se révèle plus novateur pour l'époque : Porter (1987) insiste sur le fait que sous certaines conditions, en particulier l'étude soigneuse des possibilités de transfert, des activités nouvellement intégrées peuvent profiter de l'expertise d'une unité dans un domaine particulier et vice-versa. On entrevoit dans cette analyse la notion de métier à travers la mise en évidence d'une nécessaire intégration des activités entre elles autour d'un pool de compétence. Or ces notions de « compétences centrales » et de métier sont au cœur de l'analyse stratégique au cours des années 80. Le terme de recentrage lorsqu'il est employé fait souvent référence au métier de l'entreprise. La notion de métier oblige à reconsidérer l'approche de la diversité de l'entreprise en termes d'activités comme nous l'avons fait jusqu'ici. Elle restreint aussi le champ de la diversification envisageable.

### **3.1.2 « Compétences centrales », « métier » et recentrage des entreprises**

Selon C.K. Prahalad et Gary Hamel (1990), les racines de l'avantage compétitif d'une firme se situent bien en amont des activités. L'analyse stratégique ne doit plus se concentrer sur l'étude des marchés finals, mais avant tout sur ces compétences fondamentales (« core competence »). Ces compétences fondamentales sont constituées, selon ces auteurs, de l'apprentissage collectif dans l'organisation, c'est-à-dire, principalement, de l'habileté à coordonner divers savoir-faire au niveau des productions et à intégrer de multiples courants de technologie. L'association de quelques compétences fondamentales complémentaires débouche sur des « produits fondamentaux » (« core product ») pouvant être utilisés dans différentes activités et donnant naissance à différents produits finals. A l'appui de leurs arguments, les auteurs présentent l'exemple de NEC. Cette entreprise a, dès le début des années soixante-dix, mis en place une stratégie lui permettant de profiter de la convergence de l'informatique et des télécommunications. Elle a anticipé les évolutions dans trois courants technologiques que sont l'informatique, les composants électroniques et les communications. Elle a su réunir des compétences dans ces trois domaines et les coordonner autour de son

produit fondamental : les semi-conducteurs. Pour ce faire, elle a procédé à une myriade d'alliances stratégiques afin de se construire des compétences rapidement et à moindre coût. L'analyse de ces auteurs est résumée dans la figure page suivante. La notion de métier se situe au niveau des produits fondamentaux et prend racine dans les compétences fondamentales.

Figure 8 : Compétences fondamentales et activités selon Hamel et Prahalad (1990)



Source : Harvard Business Review, mai-juin 1990.

Commentaire des auteurs : « l'entreprise, comme un arbre, croît à partir de ses racines. Les produits fondamentaux sont nourris par les compétences fondamentales et engendrent des pôles d'activités (business units) dont les fruits sont les produits finals. »

L'analyse de Prahalad et Hamel (1990) ne cherche pas à définir la notion de métier, mais à identifier les sources de la compétitivité. Elle est cependant intéressante dans le sens où d'autres analyses sur la notion de métier convergent pour identifier ses sources dans ces mêmes compétences fondamentales.

Pour reprendre la définition de Montmorillon (1986), le métier apparaît comme « un ensemble de compétences permettant de satisfaire des demandes complexes ». Le métier ressort comme la capacité à coordonner des compétences. Il ne recouvre pas seulement la mise en œuvre d'une de ces compétences (compétence technologique, technique ou d'apprentissage) mais leur insertion dans une gamme de prestations attendues (ou créées) sur un marché (Batsch 1992). Le mouvement de « recentrage sur le métier » correspondrait donc à

une focalisation autour, non pas d'activités (marchés/produits), mais de produits fondamentaux et d'actifs stratégiques propres à chaque firme. Cette acception du terme de recentrage appelle quelques remarques.

Le recentrage s'appliquant à des ressources (compétences) propres à l'entreprise, il est clair que ce terme s'inscrit plus ou moins dans l'économie (la « théorie ») des ressources ( La théorie des ressources est abordée, eu égard à la diversification, au chapitre 2). La préconisation majeure est qu'il convient de se différencier à partir des sources d'avantages propres à chaque firme. On retrouve cette conclusion dans Strategor (1993, p. 263-264) : « *De manière claire, ce concept [le métier] s'oppose à une vision réductrice et contingente de la stratégie, largement développée par les écoles d'économie industrielle et d'écologie des organisations, qui ne consisterait pour une entreprise qu'à s'insérer et s'adapter aux caractéristiques des activités et industries dans lesquelles elle intervient, ou est susceptible de le faire. Il restitue à l'entreprise sa spécificité, une aire de liberté quant à ses choix stratégiques et son potentiel de développement, une capacité à agir sur son environnement et non seulement le subir. On peut décrire et analyser une entreprise comme un ensemble de ressources qui constituent ses forces, la distinguent des autres et lui permettent de concevoir et de mettre en œuvre des stratégies qui améliorent son efficacité et son pouvoir de marché.* »<sup>1</sup>. Cette conception n'affranchit pas l'entreprise de la contrainte du positionnement de marché tel que l'analyse dynamique de Porter l'a fait ressortir. Elle s'inscrit au contraire dans une logique d'incorporation par l'organisation de ses marchés (Uzan 1996) : les ressources de l'entreprise doivent être la base du positionnement et de toute action de l'entreprise sur les différents marchés. La logique de différenciation qui prévaut dans le terme de recentrage conduit à une appropriation, une incorporation par l'organisation de ses marchés. Il ne s'ensuit cependant pas forcément, comme le montre le schéma issu de Prahalad et Hamel (1990) une focalisation sur un marché/produit. La diversité de l'entreprise mesurée à partir de ses marchés mérite discussion dans le mouvement de recentrage.

A priori le recentrage, s'il s'applique au métier et non aux activités (marchés /produits)

---

<sup>1</sup> Cité in les *Cahiers français* n°275, mars-avril 1996.

de l'entreprise, ne réduit pas forcément la diversité des activités (marchés /produits) exercées. L'objectif de cohérence industrielle qui apparaît dans le schéma liant les compétences fondamentales aux produits finals montre que les marchés servis peuvent être nombreux suivant l'étendue des applications possibles des « produits fondamentaux ». La notion même de cohérence recouvre de multiples facettes. Dans une perspective évolutionniste Dosi et al. (1990) tentent de tracer les contours d'une théorie de la cohérence de la grande entreprise. Outre les coûts de transaction, les éléments d'analyse de la cohérence d'un groupe qu'ils retiennent sont nombreux : l'apprentissage, les contraintes de sentier (l'histoire de la firme contraint son comportement futur), les opportunités technologiques, la sélection (niveau et forme de concurrence) et l'existence d'actifs complémentaires sont pris en compte. En fonction des différentes combinaisons entre ces éléments, ils prédisent l'apparition de firmes à stratégies dominantes et formes organisationnelles différentes (conglomérats, firmes spécialisées, firmes diversifiées...). Cependant, seules les firmes s'organisant autour d'une « compétence foncière » sont, selon les auteurs, viables dans le long terme. Cette notion de compétence foncière rejoint celle de compétence fondamentale et de métier, puisqu'elle est « *un ensemble de compétences technologiques différenciées, d'actifs complémentaires et de routines<sup>1</sup> qui constituent la base des capacités concurrentielles d'une entreprise dans une activité particulière* ». Les auteurs condamnent ainsi à la disparition les entreprises « creuses » (i.e sans compétence foncière) que sont les conglomérats (la « capacité de gestion » développée à la tête du conglomérat ne constitue pas (plus ?), selon eux, une compétence foncière), ou, les entreprises ne faisant usage que de mécanismes contractuels pour mettre en rapport des marchés particuliers avec des compétences productives. Ils n'en infèrent cependant rien sur un type de stratégie dominant qui conduirait à une cohérence « supérieure ». Ainsi, le recentrage ne renvoie pas forcément à une focalisation sur un nombre réduit de marchés. La diversification dite non liée ou hétérogène est certes condamnée par ce mouvement, mais les entreprises peuvent satisfaire un objectif de cohérence et se recentrer sur

---

<sup>1</sup> Une routine est un modèle d'interaction au sein de l'entreprise qui constitue une solution efficace à un problème donné. Il s'agit en fait du « stock de connaissance » et du processus d'apprentissage de la firme.

le métier tout en gardant une apparente diversité dans les marchés servis<sup>1</sup>.

### 3.1.3 Une assimilation fréquente du recentrage à la spécialisation

L'analyse académique se développant au cours des années 80 met donc l'accent sur une analyse concurrentielle dynamique puis sur les ressources spécifiques de l'entreprise que le métier va coordonner afin de conférer à la firme une emprise sur son marché. Les modèles matriciels et d'analyse de portefeuille ne sont plus suffisants puisqu'ils considèrent souvent les ressources comme des données de marché, extérieures à l'entreprise et réduisent la cohérence de l'entreprise à un équilibre des flux financiers. La pratique connaît donc une évolution parallèle. Ainsi depuis le début des années 90 les modèles d'analyse stratégique fondés sur les ressources de l'organisation se développent (« *Ressource-based analysis* »). Le BCG propose ainsi en 1991 le modèle de la plateforme stratégique selon lequel la compétitivité durable de l'entreprise repose sur la mise en cohérence de ses « capacités organisationnelles » et de ses « compétences-métiers ». Il convient néanmoins de souligner que durant les années 80, l'opinion commune a couramment réduit le terme de recentrage à une réduction de la gamme des activités de l'entreprise. Le mot d'ordre qui ressort du livre de Peters et Waterman (1983), consultants chez McKinsey et que Allouche et Schmidt (1995, tome 2) classent dans la catégorie des « gourous » du management, est bien celui d'un « to stick to the Knitting » (s'en tenir à ce que l'on sait faire) se réduisant souvent à une prescription de désengagements de secteurs d'activités non principaux. Dans le même ordre d'idée, le « downsizing » (réduction des coûts) et « l'outsourcing » (externalisation de ce qui ne constitue pas la substance de l'entreprise) prônés par Hammer (1993) prennent le relais au début des années 90 avec un mot d'ordre similaire (Tézenas du Montcel 1998)<sup>2</sup>. La prégnance

---

<sup>1</sup> Il convient de noter que, puisque les nomenclatures officielles d'activités tiennent en partie compte de la proximité observée des activités (produits et marché) au sein de chaque entreprise lors de leur élaboration (cf. chapitre 1), le recentrage devrait se traduire par une moindre diversité moyenne si les nomenclatures reflètent bien la structure industrielle du moment. La « contrainte de cohérence » telle que la définissent Dosi et al. (1990) reste cependant suffisamment lâche pour que ce phénomène soit peu sensible.

<sup>2</sup> L'article de Tézenas du Montcel (Enjeux les Echos, Juillet-Août 1998) nous apprend que ces deux ouvrages sont de véritables best-sellers du management : L'ouvrage de Peter et Waterman totalise 200 000 exemplaires, celui de Hammer (« *Reengineering the corporation, a manifesto for business revolution* », traduit par « *Le reengineering* », Dunod 1993) comptabilise 30000 exemplaires.

d'un recentrage-spécialisation sur un secteur est aussi perceptible à travers les articles de la presse au début des années 90. Les exemples sont nombreux où le recentrage est appliqué aux activités plus qu'aux compétences fondamentales : ainsi, Didier Pineau-Valencienne a-t-il entrepris un recentrage selon Martine Orange (Le Monde, 20/01/98) en filialisant en vue d'un désengagement l'activité « haute tension » et en se concentrant sur les basses et moyennes tensions ; Chez Danone, le recentrage correspond à la cession des « branches les moins rentables » (Libération 9/10/97 ; Les Echos 13/01/98), les activités, parfois dénommées « métiers », sont là encore définies en terme mercatiques (produits laitiers, biscuits, boissons) ; On pourrait encore citer les nombreux articles sur les Chaebols sud coréens sommés de « recentrer leurs conglomérats sur quelques activités, à l'image des entreprises européennes » (Le Monde 22/01/98 ; cf. aussi le Monde 26/11/97, 22/06/99)... L'internationalisation des marchés (de biens et services) et la hausse concomitante des besoins de financement ne suffisent pas à eux seuls à expliquer le maintien relatif d'une approche des marchés et de la diversité des entreprises en termes mercatiques<sup>1</sup>. L'importance prise par les évaluations financières des décisions stratégiques et les pratiques des analystes financiers jouent certainement un rôle dans la réduction du recentrage à une spécialisation ou focalisation sur un marché.

En effet, les années 80 voient le développement des marchés financiers (cf. paragraphe suivant). Le discours qui s'impose progressivement est celui de la « création de valeur » par l'entreprise, valeur qui bien souvent est comprise uniquement comme celle revenant aux actionnaires<sup>2</sup>. Les modèles stratégiques ont intégré cette évolution. Hirigoyen (1993) retrace cette « financiarisation » des modèles d'analyse stratégique : les variables clés utilisées pour juger de la performance d'une stratégie font référence à des mesures de création de valeur

---

<sup>1</sup> Par « approche en termes mercatiques » nous nous référons à une approche qui réduit la diversité des entreprises au décompte des secteurs d'activités proposés par les nomenclatures officielles. Le recentrage des entreprises est alors souvent compris comme une nécessaire réduction du nombre des produits/ marchés et assimilé à une stratégie de spécialisation.

<sup>2</sup> Pour une analyse critique de cette conception réductrice de la valeur et de sa mise en application dans les décisions stratégiques, on pourra consulter le dossier valeur de *l'Expansion Management Review*, décembre 1995, en particulier les articles de Copeland (p. 54-63) et de Hamel et Stern (p. 64-69). Signalons aussi que cette évolution n'est pas indépendante de l'apparition en France du débat autour du « gouvernement d'entreprise » qui apparaît à la fin des années 80 (cf sous section suivante, § 3.2.2).

pour l'actionnaire. Or, il convient pour juger de la performance d'une activité ou d'une entreprise dans cette optique financière, de la comparer à d'autres activités ou entreprises jugées semblables. Pour opérer ce « benchmarking », le marché financier (plus exactement les analystes action, les équipes « d'equity research ») va donc procéder à son propre découpage d'activités et classer telle entreprise ou une de ses composantes dans une catégorie. Or, on constate que ce découpage se fait souvent en référence à une nomenclature d'activité existante<sup>1</sup>. En fondant son découpage sur ces nomenclatures, l'analyste va à contresens d'une analyse fondée sur les ressources propres de l'entreprise : il cherche au contraire à rendre le plus comparable possible les entreprises. Comme le souligne J.P. Betbèze<sup>2</sup> (Le Monde 23/02/99), « *Le dirigeant de l'entreprise, avec sa comptabilité et sa stratégie, se veut un organisateur de métiers, un découpeur interne de domaines et de ressources. Le marché financier, lui, veut voir, mesurer, comparer, pour choisir. Il s'interroge a priori sur les choix de l'entrepreneur et préfère constituer son propre portefeuille de valeurs, métiers aussi purs et efficaces que possible.* ». L'utilisation de nomenclatures officielles d'activités par les analystes pourrait ainsi inciter l'opinion commune des investisseurs à assimiler le recentrage à une nécessaire stratégie de spécialisation sur un marché. L'impact de ce découpage d'entreprise par le marché financier sur la stratégie suivie par les entreprises dépend du poids exercé par les marchés financiers sur les firmes. Nous verrons dans le prochain paragraphe que celui-ci s'est renforcé au cours des années 80 et au début des années 90.

Cette sous-section nous permet de conclure que l'évolution des outils et concepts stratégiques au cours des années 80 ne condamne pas en soi une diversification de l'entreprise sur différents marchés. Seule la diversification hétérogène ou conglomérale, parce qu'elle ne répond ni à l'internationalisation des marchés ni à une stratégie fondée sur une compétence spécifique à l'entreprise, est bannie des prescriptions des modèles. Par contre certaines évolutions dans la pratique de l'analyse stratégique et dans les idées communes véhiculées autour du terme de recentrage peuvent avoir favorisé une certaine spécialisation des entreprises. La dimension financière de l'entreprise est devenue de plus en plus forte au cours

---

<sup>1</sup> C'est le cas en particulier de la base de données Datastream qui nous utilisons plus loin (Chapitre 5 et deuxième partie). Les activités des entreprises sont distinguées suivant la nomenclature internationale SIC.

<sup>2</sup> Direction des études économiques et financières du Crédit lyonnais.

des années 80, la financiarisation des modèles d'analyse stratégique en est un indicateur (Hirigoyen, 1993). Les techniques de « benchmarking » des analystes poussent les entreprises à concentrer leurs ressources sur quelques activités. Si cela ne conduit pas forcément l'entreprise à abandonner certains secteurs, la direction se doit au moins de communiquer et d'expliquer au marché la cohérence qui préside au choix des secteurs définissant le métier de l'entreprise. L'importance que revêt la dimension financière de l'entreprise et le poids des actionnaires à la fin des années 80 et au début des années 90 est intimement liée au développement des marchés financiers. Nous montrons dans la sous-section suivante que le développement des marchés financiers et de la logique contractuelle qui les anime est un des traits marquants des années 80.

## **3.2 Une prééminence des gouvernements privés sur la puissance publique**

Nous avons déjà, à plusieurs reprises, souligné le rôle important d'accompagnateur, voire d'initiateur, qu'a joué l'Etat français dans les opérations de restructuration. Au cours des années 80, ce dernier a favorisé le développement des marchés financiers à travers une « dérégulation » des marchés et un désengagement de la sphère économique (privatisations). A la puissance publique s'est substituée une régulation par le marché (§ 3.2.1). Cette réforme s'est accompagnée de l'apparition de nouvelles institutions sur le marché, en particulier les fonds de pension. Ces nouveaux acteurs imposent progressivement un nouveau mode de régulation par les marchés (§3.2.2). Leur montée en puissance peut contraindre les entreprises à suivre les prescriptions stratégiques dominantes, en particulier un recentrage spécialisation, elle les incite tout au moins à communiquer sur leur stratégie.

### **3.2.1 Un Désengagement progressif de l'Etat de la sphère économique**

L'Etat français a été au cœur du développement de l'économie jusqu'au milieu des années 80. Son intervention n'a pas été toujours directe, mais son emprise est perceptible à travers le contrôle des sources de financement qu'il exerce jusqu'au milieu des années 80. En effet, comme le notent Boucek (1993) et Cohen (1996), l'économie française avec son

système de retraites par répartition dégage peu de capitaux pouvant s'investir dans les entreprises par rapport aux pays anglo-saxons. L'Etat, suite à la période de restructuration d'après guerre, va créer ou capter et organiser quasiment l'ensemble des outils de financement des entreprises. Selon Cohen (1996), c'est le Trésor public qui est au centre du dispositif jusque dans les années 80 et qui satellise tous les organismes de financement. Contrôlant directement les guichets spécialisés agissant auprès des grandes entreprises nationales (FDES, Fonds de Développement Economique et Social), auprès des entreprises en difficulté ou auprès des entreprises innovantes, il assure aussi la distribution de prêts bonifiés aux entreprises exportatrices (Coface, Banque Française du Commerce extérieur(BFCE)), et finalement à l'ensemble de l'industrie (Crédit National, Crédit Foncier de France, Caisse des dépôts). L'essentiel du financement à long terme des entreprises se trouve ainsi mis sous tutelle de l'Etat, les banques formellement privées existent certes, mais elles dépendent aussi du Trésor pour le moindre acte de gestion (Cohen, 1996). Ce système de financement par endettement s'est révélé efficace durant les années 60, voire 70, dans un contexte de croissance assez soutenue et de taux réels relativement faibles (voire négatifs). Cependant, nous verrons que le dirigisme à la française a pu avoir des effets néfastes (monopolisation des postes clés de l'économie par des hommes issus d'un même moule, politisation des enjeux stratégiques et économiques) dont les conséquences se feront sentir durant toutes les années 80, mais que ces effets sont en recul.

### ***3.2.1.1 Privatisations et Dévolution des pouvoirs dans le marché financier naissant***

Si certains décrivent le mandat de Giscard d'Estaing (1974-1981) comme celui de l'hyper-dirigisme triomphant (cf. Enjeux les Echos, juillet-Août 1998, p. 56), la manifestation la plus flagrante de ce dirigisme reste l'expérience de nationalisation qui marque le début du mandat de François Mitterrand<sup>1</sup>. Cette expérience engage un tournant dans l'intervention de l'Etat au sein de l'industrie. Confronté à une nécessaire ouverture des frontières (constitution

---

<sup>1</sup> La loi de nationalisation de février 1982 concerne de nombreux groupes internationaux (Thomson-Brandt, Compagnie Générale d'Electricité, Rhône poulenc, Roussel Uclaf...), les sidérurgistes (Usinor-Sacilor), la défense (Dassault Breguet et Matra), et pas moins de 36 banques privées et deux compagnies financières. L'Etat prend ainsi le contrôle de 75% des crédits et du système bancaire, de 29% du chiffre d'affaires de l'industrie et de 23% de ses effectifs ! (Sources : Enjeux les Echos Juillet Août 1998 p. 56 ; Boucek (1993, p. 77) avance des chiffres légèrement plus élevés).

du marché européen, négociations du GATT), à des taux réels qui augmentent pour atteindre 5% à 7% (Cohen 1996), ce système d'un « capitalisme sans capitaux adossé à l'Etat » (Cohen 1996) va révéler toute sa fragilité. L'Etat va alors, par nécessité budgétaire, réorienter le financement des entreprises vers les marchés<sup>1</sup>. La libéralisation des marchés s'est faite en plusieurs étapes. Dans un premier temps, sans vraiment faire machine arrière sur les nationalisations, la Loi Delors (janvier 1983) va permettre aux entreprises publiques de lever des fonds privés (plus de 11 milliards de francs entre 1983 et 1985) renforçant leurs capitaux propres sans toutefois diluer leur contrôle (titres participatifs, certificats d'investissement). Entre 1984 et 1985, la place de Paris se dote d'un marché à terme (Marché à Terme des instruments financiers, MATIF), des billets de trésorerie puis du marché des options négociables (Monep). L'économie française est alors dotée d'un système financier moderne qui permet aux entreprises d'aller chercher leurs fonds directement. Les entreprises nationalisées profiteront d'ailleurs de ces marchés, puisque les privatisations amorcées entre 1986 et 1988 (gouvernement de Jacques Chirac) se poursuivront de 1993 jusqu'à nos jours.

Libéralisation des marchés, privatisations à partir de 1986 qui favorisent un actionnariat « populaire » : apparemment, l'Etat français a opté pour un système de financement par les marchés, à l'anglo-saxonne. Quelques chiffres sur l'importance du marché action laissent apparaître une telle évolution : la capitalisation boursière de Paris représente 9% du PIB en 1978, 13% en 1985, 25% en 1986 (Boucek, 1993) et 49% en 1997 (Enquête KPMG sur le gouvernement d'entreprise 1998). Une étude de la Banque de France (1996) sur l'endettement des entreprises sur une longue période relève qu'à partir de 1985, le flux d'endettement auprès des marchés enregistre une progression (flux annuel de 34,6 milliards en 1983 qui passe à 44,3 milliards en 1986). A l'origine de la désintermédiation bancaire qui s'opère au cours des années 80, cette même étude avance, surtout pour les grandes entreprises, le recours direct accru auprès des marchés. Il reste que le système français, même s'il a emprunté au modèle anglo-saxon, présente des spécificités et ne s'est pas immédiatement converti. Les modalités des privatisations opérées, si elles laissent penser que

---

<sup>1</sup> Cela s'est avéré d'autant plus nécessaire que, dans un contexte mondial morose, la politique de relance du gouvernement socialiste a échoué, aboutissant à des dévalorisations du franc... qui ont par contrecoups renforcé le poids de la contrainte extérieure.

l'Etat s'est désengagé du domaine productif, sont aussi révélatrices de l'emprise qu'il a conservée sur le capital au cours des années 80 et au début des années 90, son influence ne semblant diminuer que récemment.

Le programme engagé en 1986 prévoit la privatisation, avant 1991, de 66 grandes entreprises industrielles appartenant à 27 groupes<sup>1</sup>. Les entreprises nationalisées en 1981 ne sont pas les seules concernées. Au total, ces entreprises représentent le quart de la capitalisation totale de la place de Paris à l'époque (Boucek, 1993). Ces privatisations ne se sont cependant pas réalisées par un simple système d'enchère ou de vente de gré à gré. Comme l'explique Cohen (1996) sur un ton provocateur, l'actionnariat des entreprises a été choisi par les pouvoirs publics, en particulier par la création de « noyaux durs » ou groupes d'actionnaires stables, avant que les titres ne soient présentés sur le marché. Autrement dit les privatisations sont administrées : chaque type d'actionnaire voit sa part préalablement définie, les actionnaires nationaux et stables (industriels, financiers, salariés, et petits porteurs nationaux) étant privilégiés. Plusieurs raisons peuvent être invoquées pour justifier cette « filière inversée » du capitalisme français (Cohen, 1996).

Celle plus fréquemment mise en avant est que la faiblesse (rareté) des capitaux nationaux, imputable pour partie à notre système de retraite par répartition, aurait conduit les pouvoirs publics à protéger le système productif français des éventuelles prises de contrôle étrangères (Cohen 1996). Cet argument est recevable dans le sens où le choc aurait pu être trop brutal pour l'économie française, mais il cache en fait une autre raison sur laquelle s'accordent de nombreux auteurs : la perpétuation à la tête du système productif français, sans véritables motifs industriels, d'une élite issue des grands corps et proche de l'Etat (Morin 1996, Cohen 1996, Boucek 1993, Goldstein 1996). En effet, la constitution des blocs de contrôle s'est faite en accordant à chaque actionnaire stable entre 0,5 et 5% du capital, ce qui représente rarement un engagement financier supérieur à 1 milliard de francs, somme qui n'apparaît pas si importante pour les groupes de l'époque (Goldstein 1996). Par ailleurs, la

---

<sup>1</sup> Suite au krach boursier de 1987 et surtout à l'alternance politique en 1988, le programme est stoppé en 1988. Entre 1986 et 1988, 31 banques et entreprises financières et non financières ont été vendues, rapportant au Trésor environ 70 milliards de francs (Goldstein, 1996).

nomination des actionnaires stables était entièrement dévolue au ministre de l'économie : la commission de privatisation dont les membres furent nommés par ce même ministre n'avait qu'un avis consultatif. Ainsi le choix du dirigeant de l'entreprise privatisée et de ses actionnaires relève alors du politique, ce qui n'a pas manqué de soulever les critiques à l'époque<sup>1</sup>. Le tableau des privatisations engagées entre 1986 et 1988 ne renvoie donc pas à une véritable politique de libéralisation. Les dirigeants, tous issus de grands corps d'Etat (ENA en particulier), sont nommés selon des desseins politiques et se trouvent à la tête d'entreprises dont le capital est protégé par des participations « amis ». On assiste plutôt à un maintien, par l'entremise de réseaux, de la mainmise du politique sur le système productif. Suite à la politique du « ni-ni » (ni nationalisation, ni privatisation) du gouvernement socialiste (1988-1993), les privatisations reprennent en 1993 selon un mécanisme assez semblable<sup>2</sup>. Cela conduit Cohen (1996) à affirmer que le capitalisme français, malgré les apparences, reste dominé par une « oligarchie financière » proche de l'Etat et quasiment soumise aux enjeux politiques.

### ***3.2.1.2 L'affirmation progressive du marché, sa « libéralisation », et le recul de la puissance publique***

Bien qu'il soit indéniable que certains traits du capitalisme français mis en exergue dans cette présentation des privatisations restent prégnants aujourd'hui encore, il nous semble cependant que ce discours doit être relativisé. Il n'est pas dans notre objectif d'affirmer que le système financier français s'est calqué sur un modèle anglo-saxon érigé en « one best way », où les marchés financiers jouent un rôle important dans le contrôle des dirigeants et l'allocation du capital. L'omniprésence de l'Etat dans le financement de l'économie jusqu'au début des années 80 et l'impulsion qu'il a donnée au développement des marchés financiers ne sont pas négligées. Mais il convient de noter que les changements dans le système financier français ont été dictés pour une large part, et au-delà des alternances politiques, par des

---

<sup>1</sup> Cohen (1996) retient particulièrement les critiques de Raymond Barre, et celles portant sur la composition du conseil d'administration d'Havas, qui « reflète à la proportionnelle les tendances du RPR ».

<sup>2</sup> Outre le caractère moins ouvertement (visiblement) politique que relève Cohen (1996) la loi de 1993 et le processus suivis reprennent les mêmes orientations, les principales différences sont techniques : possibilité de privatiser une entreprise par étapes, possibilité pour les investisseurs de payer à tempérament les titres (dans un délai maximal de trois ans), enfin l'avis de la commission n'est plus seulement consultatif.

contraintes budgétaires et une ouverture à l'international de plus en plus grande. Aussi, il nous semble que l'Etat a perdu ou renoncé à une partie de ses prérogatives de contrôle sur le système productif en favorisant le développement des marchés. Nous discutons brièvement ce point au vu des caractéristiques marquantes du système financier français au cours des dernières années.

Il est incontestable que les entreprises françaises dirigées par des anciens membres de grandes écoles, appartenant à un réseau, sont nombreuses. Carminatti et Genin (1997), sur un échantillon de 75 firmes du règlement mensuel en 1995, observent que 46,7% d'entre-elles ont un président du conseil d'administration (PDG) issu de l'ENA (Ecole Nationale d'Administration) ou de Polytechnique et qu'un tiers possèdent une majorité d'administrateurs issus de ces mêmes écoles. Par ailleurs, les firmes dont le conseil d'administration est dominé par des administrateurs issus de ces écoles ont beaucoup plus souvent que les autres un PDG ayant la même formation, ce qui confirme l'existence d'un réseau. Le réseau des administrateurs et dirigeants est encore mis en évidence par Bauer et Bertin-Mouroit (1997) qui relèvent que 86% des administrateurs des sociétés du CAC 40 possédant plus de 4 mandats en 1997 sont issus de l'ENA ou de polytechnique. Par ailleurs, les privatisations et la formation des noyaux durs ont contribué à renforcer la tendance française à la cooptation réciproque dans les conseils d'administration, puisque le nombre d'administrateurs « cumulards » augmente fortement dans les grandes entreprises françaises à partir de 1986. Le contrôle d'une partie des entreprises françaises apparaît donc capté par d'anciens membres d'écoles a priori destinées à former des cadres administratifs (ENA). Le milieu politique et administratif étant issu de ces mêmes établissements, il est certain que s'établit une certaine proximité entre ces milieux. Peut-on pour autant en inférer que l'emprise de l'Etat sur le système productif est toujours aussi puissante aujourd'hui qu'elle l'était au début des années 80 ? Plusieurs éléments nous permettent d'en douter.

Il nous faut d'abord souligner que l'appartenance à un même corps, s'il facilite la création d'un réseau et une certaine solidarité, n'est pas garant de la soumission du pouvoir économique à la puissance publique. L'exemple récent de l'intervention directe de l'Etat dans le conflit opposant la BNP à la Société Générale et Paribas est de ce point de vue exemplaire. La Banque de France est en effet intervenue afin de trouver un arrangement entre les trois

protagonistes<sup>1</sup>. Il semble que ces bons offices n'aient pas permis de trouver un point d'accord puisque le conflit entre les protagonistes est encore d'actualité : c'est finalement le marché<sup>2</sup> qui les départagera fin août 99. On pourrait aussi citer la dernière grande opération en date entre Elf aquitaine et TotalFina : alors que le ministre de l'économie (Dominique Strauss-Kahn) a rapidement fait savoir que l'offre de Total sur Elf avait son agrément, la contreoffre de Philippe Jaffré (PDG de Elf) appelle encore une fois le marché en arbitre. Ces exemples montrent en outre que ces réseaux ne fonctionnent pas selon des règles précises et immuables : la solidarité qu'ils offrent n'est pas indéfectible puisque tous les PDG des firmes sus-citées sont issus soit de l'ENA, soit de Polytechnique<sup>3</sup>. Dans ces conditions, même si le recrutement des dirigeants se fait « sur curriculum vitae », le marché des dirigeants français n'apparaît pas si sclérosé et policé que certains le pensent : un contrôle interne, au sein de « réseaux », voit le jour<sup>4</sup>. Soulignons enfin que les membres de ces réseaux possédant une formation commune, même s'ils sont surreprésentés, ne monopolisent pas intégralement la scène économique et financière. D'autres types de dirigeants, en particulier les héritiers, sont aussi présents, et même s'ils fréquentent des clubs (AFEP, Fondation Saint-Simon, club des 100...), ils n'ont pas forcément le même « habitus »<sup>5</sup>. Il est donc possible, comme le note Goldstein (1996), qu'une pression s'exerce sur ces réseaux : ils peuvent pousser les managers

---

<sup>1</sup> Selon Libération (20/07/99, p. 2), le plan de fusion à trois du PDG de la BNP Michel Pébereau bénéficiait de l'appui officieux des pouvoirs publics.

<sup>2</sup> Même si il existe des participations réciproques entre ces établissements qui peuvent faire intervenir des négociations de coulisses entre membres de réseaux, ces participations ne suffisent pas à assurer le succès de l'opération, ce sont finalement les actionnaires extérieurs à ces réseaux qui détermineront lequel des projets doit être retenu. Une intervention in fine de l'Etat n'est pas exclue au cas où aucune majorité claire ne se dégagerait.

<sup>3</sup> Les formations des PDG sont : L'ENA (Phillipe Jaffré (Elf), Michel Pébereau (BNP), Daniel Bouton (Société Générale)) et/ou polytechnique (Michel Pébereau (BNP), André Lévy-Lang (Paribas), Thierry Desmaret (TotalFina)).

<sup>4</sup> Ces réseaux seraient cependant selon Kadushin (1995) de taille limitée en France, et l'on pourrait presque parler d'une sphère unique. Ce dernier étudie 125 individus faisant a priori partis de « l'élite financière » et considère que cette population représente quasiment la population totale. Par ailleurs il isole au sein de ces individus un « cœur de réseau » qui ne comprend que 28 personnes entretenant de très nombreux liens d'amitié qui dépendent principalement de la formation d'origine (ENA), de l'affiliation politique, du niveau de prestige (particule ou non (sic)) et enfin du lieu d'habitation (16<sup>ème</sup> ou non). Il remarque qu'au sein de ce microcosme les partitions se font dans des relations qui mêlent rivalité et coopération.

<sup>5</sup> Le concept d'habitus est défini par Bourdieu (1984). Il ne renvoie pas seulement à l'origine sociale mais plus généralement à un ensemble de caractéristiques attachées à l'individu qui inclut la représentation de soi-même, les dispositions culturelles, un état d'esprit développé à travers une interaction et une socialisation continue.

issus du « public » (i.e. de la haute administration) à rechercher un niveau d'efficacité comparable à celui de leurs homologues issus du « privée » (héritiers et « self made men »).

Le mouvement qui anime ce « marché des dirigeants » est aussi perceptible à travers la recomposition des frontières et participations (souvent croisées) des groupes privatisés. En effet, selon Morin (1993, 1996), le système financier français est organisé non pas autour d'un véritable marché financier liquide et atomistique, mais autour de pôles financiers structurants. Ces pôles, fondés sur de nombreuses participations financières croisées ou circulaires, reflètent en partie les réseaux d'administrateurs et de dirigeants dont on a discuté, même s'ils ne les recouvrent pas forcément (Maati 1997). Or, on constate que cette représentation en pôles structurants, qui garantirait aux dirigeants une indépendance vis-à-vis des sanctions du marché (Morin 1996)<sup>1</sup>, est soumise à des mouvements d'une telle importance ces dernières années que l'affirmation de son effet « structurant » peut être mise en doute.

Morin (1993) distingue ainsi initialement quatre pôles structurants de l'économie française : deux puissants pôle privés (organisés autour de Paribas et de Suez), un pôle privé de plus faible importance dont le cœur est constitué de la Société générale et d'Alcatel, enfin le pôle public, plus lâche, dominé d'un côté par l'ensemble BNP/UAP, de l'autre par la Caisse des dépôts et le Crédit-Lyonnais. Morin (1993) remarque que ces pôles ont été renforcés plutôt que créés de toutes pièces par la première vague de privatisation (1986-1988). Après la seconde vague de privatisation, Morin (1996) ne distingue plus que 2 véritables pôles dans l'économie française : le pôle public, sous l'effet des privatisations récentes et des déboires du Crédit lyonnais s'est désagrégé, tandis que le « petit » pôle privé Alcatel/ Société Générale a été intégré au pôle Paribas. Dès lors il ne reste plus que deux grands pôles privés : l'un regroupe Alcatel Alsthom, La société Générale, Paribas, La générale des eaux, Finaxa et les AGF, tandis que l'autre rassemble dans des liens réciproques principalement Suez, Elf, la BNP, l'UAP et Saint-Gobain. Cette recomposition est attribuée par l'auteur aux privatisations

---

<sup>1</sup> La constitution de noyaux durs, i.e. de participations croisées et circulaires avec des partenaires choisis, permet en effet de s'assurer une certaine liberté dans la composition du conseil d'administration, elle dissuade aussi tout intervenant extérieur de s'attaquer à l'une des composantes du noyau compte-tenu du réseau de solidarité qui est susceptible d'entrer en jeu. Pour que ces mécanismes de la « propriété circulaire » (Morin 1996) ou plus généralement d'enracinement des dirigeants fonctionnent, encore faut-il que ces réseaux soient relativement stables et que les solidarités soient effectives.

qui constituent « *une véritable rupture systémique au sein du cœur financier* ». Or les privatisations ne sont pas la seule force à l'œuvre dans les recompositions très fréquentes de ces « cœurs financiers » si l'on observe les nombreux changements qui y sont intervenus depuis.

Quelques mois seulement après que l'article de Morin a paru (1996), la polarisation de l'économie est déjà bouleversée par la prise de contrôle de l'UAP par AXA (novembre 1996) : Finaxa échappe ainsi au pôle Paribas, et un nouveau « pôle » intermédiaire apparaît<sup>1</sup>. L'intervention de groupes extérieurs ou à la frange des noyaux impose donc de profondes recompositions. Les AGF échappent ainsi aussi au « pôle Paribas » (qui n'en est plus un) lorsque la majorité de son capital est conquis par l'Allemand Allianz. Ces opérations entraînent des recompositions au sein de chaque ancien pôle : Suez et Lyonnaise fusionnent après que le Crédit Agricole a acquis Indosuez. Ainsi mi-1998, le paysage français n'est plus du tout le même : on ne peut plus parler de « pôle Paribas » (Morin 1996) puisqu'une bonne partie des anciennes participations de cette banque avec ces anciens partenaires (Générale des eaux et Société générale) a été soldée. Du coup, c'est une représentation en quatre ou cinq pôles privés possédant quelques liens entre eux qui domine : Paribas se trouve associée à AXA-UAP et Finaxa (holding de tête d'AXA-UAP détenu à plus de 20% par Paribas), La Société Générale avec Alcatel Alsthom et Vivendi (ex-générale des eaux) forme le second pôle, héritier du pôle Paribas. Entre ces deux pôles figurent les AGF (détenus par Allianz) et l'ensemble BNP/ Saint-Gobain / Elf, puis on trouve, un peu à part, un « petit » ensemble Crédit-agricole /Suez-Lyonnaise des eaux (cf. Le Monde 17/06/98, p. 18).

Dans ce contexte, ne peut-on pas parler « d'éclatement du capitalisme français » et ne doit-on pas reconnaître que ces pôles n'ont plus de structurant que le nom et qu'ils sont en fait soumis à une pression de plus en plus grande des marchés financiers et de leurs intervenants étrangers ? Les mouvements dans les groupes français ne sont en effet pas encore épuisés : les pétroliers Elf et Total ont toujours gardé leur distance face aux « pôles » sus-

---

<sup>1</sup> On pourra, pour se rendre compte des changements intervenus, comparer la représentation schématique des pôles que donne François Morin dans *Alternatives Economiques* (n°149, juin 1997, p. 36-37) à celle qui figure dans son article de 1996 (« Privatisation et dévolution des pouvoirs », *Revue Economique*, n°6, novembre 1996, p. 1265).

cités ; lorsqu'une fusion entre ces deux groupes est en cours, la logique à l'œuvre est plus celle d'un développement à l'international, de l'acquisition d'une taille critique en tant que protection face à une prise de contrôle étrangère, plutôt que la constitution d'un nouveau pôle. La même analyse pourrait être conduite dans le cas du conflit opposant la BNP à Paribas et la Société générale, même si le doute est alors permis : le rapprochement entre ces 3 banques ne répond-il pas à une logique de concurrence internationale et de protection du marché national, les difficultés rencontrées étant uniquement liées à l'inévitable destitution de quelques dirigeants au terme du processus et non à une recomposition du système capitaliste français (et des réseaux qui y sont incrustés) dans son intégralité.

Plusieurs éléments factuels jouent en faveur d'une interprétation des opérations récentes du capitalisme français comme une réponse, suivant une logique de marché, à une pression de plus en plus forte du marché financier. L'enracinement des dirigeants par le système des participations croisées est depuis longtemps mis à jour (Cohen 1996, Morin 1993 et 1996, Goldstein 1996). La lenteur avec laquelle s'opère le « décroisement » des participations a par ailleurs été largement dénoncée par la presse au cours des dernières années<sup>1</sup>. Plus qu'une simple description d'un système qui serait figé, il nous semble que ces dénonciations des « bonnes paroles des dirigeants » qui ne seraient pas suivies d'effets correspondent, mises en perspective avec les nombreux mouvements de fusions et acquisitions observés ces dernières années, à la manifestation de la pression de plus en plus forte qu'exercent les marchés sur le capitalisme français. Nous verrons dans le prochain paragraphe que ces évolutions peuvent être rapprochées de l'arrivée de nouveaux intervenants sur le marché financier français et d'une transformation de l'actionnariat.

Au terme de ce développement, il est indéniable que l'Etat a perdu de son influence au sein du système productif. Même si les plans qu'il établit existent encore, ils n'ont plus vocation à orienter les fonds entre les secteurs d'activité. Pour autant, l'économie française ne s'est pas complètement convertie du jour au lendemain à la logique des marchés financiers souvent associée au « modèle anglo-saxon » libéral. L'Etat a laissé des empreintes au sein du

---

<sup>1</sup> Cf. Le Monde : 09/09/97 (économie), 7/11/97 (p. 16), 17/06/98 (p.18), Dossiers et Documents (n°274, mars 1999). Libération : 17/10/97 (p. 24), 16/06/98 (p. 19), 20/07/99 (p. 2)...

système financier français. Cela se ressent en particulier au niveau des formations d'origine de l'élite économique qui reste proche de celles de l'élite politique. Dès lors, la formation de réseaux liant pouvoir économique et politique a été dénoncée par certains comme la manifestation d'un « verrouillage » du contrôle du système productif et financier français par une « caste ». Nous pensons que cette posture est outrée compte-tenu des évolutions récentes du capitalisme français. D'une part, la formation de réseaux en fonction de la formation, de l'origine sociale, n'est pas une spécificité française. Chaque système national produit ses élites qui forment un réseau plus ou moins serré (Kadushin, 1995). La spécificité française provient de ce que les grandes écoles en France ouvrent la voie aussi bien aux carrières administratives et politiques qu'aux plus hautes fonctions des entreprises privées<sup>1</sup>. Ceci a pour conséquence d'homogénéiser les élites et de restreindre le marché des dirigeants français, mais l'homogénéité n'est pas non plus totale et il existe au sein de ces réseaux un processus de sélection qui ne répond pas seulement à des négociations « politiques ». D'autre part, nous avons montré que le processus de sélection à l'œuvre, à travers par exemple les récentes opérations d'acquisition « hostiles », répondait ou dépendait in fine du jugement d'intervenants du marché, extérieurs aux réseaux incriminés. Même si les réseaux en place peuvent constituer un obstacle à une véritable libéralisation du marché des dirigeants, il nous semble donc outré de présenter les dirigeants français comme des oligarques insensibles au jugement porté par le marché financier sur leurs actes.

La concurrence qui peut voir le jour au sein de ces réseaux et la relative délitescence (voire la déliquescence) d'une structuration de l'économie en grands pôles stables nous conduit donc à avancer que le système financier français, même s'il conserve ses spécificités, s'est orienté vers une régulation par le marché. Ceci est en partie dû à l'ouverture internationale des marchés de capitaux qui a vu l'arrivée de nouveaux types d'actionnaires en France. Nous verrons dans le paragraphe suivant comment ces changements dans

---

<sup>1</sup> On peut toujours mettre en cause la capacité des grandes écoles à former de bons managers. Il leur est souvent fait grief de former de brillants généralistes qui ne possèdent que peu de compétences techniques ou d'expérience. Carminatti et Genin (1997) observent que la présence d'un énarque ou polytechnicien à la tête d'une entreprise a un effet négatif sur son niveau de performance pour les actionnaires. Cet effet est a priori imputable à un enracinement via leur réseau plutôt qu'à une incompétence notoire, ces deux explications étant liées.

l'actionnariat ont lancé le débat sur le gouvernement d'entreprise et contribué à provoquer l'adaptation du système français à leurs exigences.

### **3.2.2 Des innovations institutionnelles**

Le terme institutionnel renvoie ici au deux sens qui lui sont prêtés : il s'agit en premier lieu de l'institution en tant qu'organisation ou acteur de la scène économique. Nous nous référons alors à l'arrivée d'actionnaires et de fonds de pension étrangers sur la place parisienne. L'institution peut aussi être comprise comme la règle du jeu entre les acteurs. Nous nous référons alors au débat sur le gouvernement d'entreprise qui s'est développé avec l'internationalisation du marché financier français.

#### ***3.2.2.1 Une modification de l'actionnariat***

Certains traits de l'actionnariat des entreprises cotées en France demeurent à travers le temps. Ainsi, la forte concentration du capital entre les mains principalement d'entreprises non financières, mais aussi de familles qui était observée en 1990 (Franks et Mayer 1997) reste un trait dominant de la place parisienne en 1996 (Banque de France, 1998)<sup>1</sup>. Cette concentration de l'actionnariat est une des caractéristiques permettant d'opposer les économies « d'Europe continentale » (France, Allemagne, Italie) aux économies anglo-saxonnes (Etats-Unis, Grande Bretagne). Néanmoins, chaque pays d'Europe présente ses spécificités : en Allemagne, les entreprises financières et les banques concentrent beaucoup plus de capital qu'en France. Les privatisations en France ont contribué à renforcer cette concentration entre les mains d'entreprises non financières, elles ont aussi provoqué des effets moins durables : la France est ainsi le seul pays de l'OCDE où l'actionnariat des ménages augmente quelque peu au cours des années 80 alors que, partout ailleurs, il laisse la place au secteur financier (banques, maisons de titre, organismes de placement collectifs, compagnie d'assurance et fonds de pension) (OCDE, 1995). Cette forte concentration du capital entre les

---

<sup>1</sup> En 1996, plus de 50% des entreprises cotées en France sont possédées à plus de 50% par une autre entreprise (financière ou non), ce qui traduit la structure de groupe très présente. 10% des entreprises sont contrôlées par des personnes physiques ayant plus de 25% du capital. Seules 7% des entreprises cotées ont plus de 50% de leur titres aux mains du public (Source : Bulletin de la Banque de France, n°55, Juillet 1998).

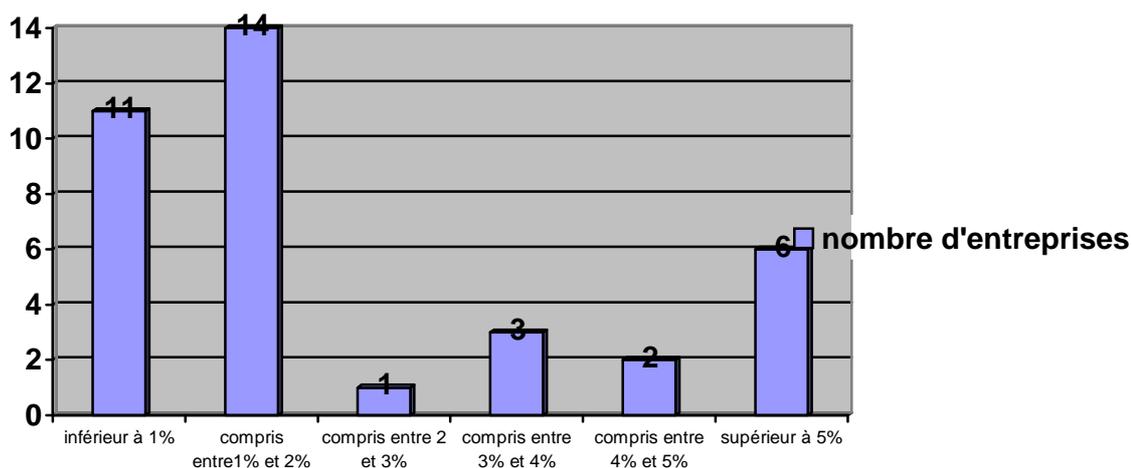
mains d'entreprises, associée à des transferts de contrôle et d'actifs via le marché financier plus faibles en Europe continentale que dans les pays anglo-saxons (Franks et Mayer 1990), a conduit certains à ranger la France dans la catégorie des pays à « contrôle interne » (Franks et Mayer 1990, 1997). Le contrôle, (dit externe) qu'exercent les marchés dans les pays anglo-saxons où l'actionnariat dispersé permet de nombreuses prises de contrôle, serait ainsi quasi inexistant en France. On assisterait à la place à un contrôle des équipes dirigeantes sur la base des nombreuses participations inter-firmes et des réseaux d'administrateurs et dirigeants que l'on a déjà évoqués. Si ceci reste en partie vrai, il nous faut remarquer deux choses. D'abord, l'étude sus-citée (Franks et Mayer 1990) ne dispose que de peu de chiffres sur l'économie française et dresse son constat sur des données s'arrêtant en 1988, c'est-à-dire au moment où commence la « seconde vague » de fusions et acquisitions en France. Ensuite, l'apparente stabilité de l'actionnariat français ne doit pas cacher la montée en force des investisseurs étrangers qui, même s'ils constituent souvent un actionnariat dispersé, importent avec eux des courants de réflexion sur le contrôle des dirigeants.

En effet, les investisseurs étrangers sont devenus les principaux actionnaires de la place de Paris. Toute nature confondue, la part des étrangers dans le capital des émetteurs français atteignait selon la Banque de France seulement 12% en 1987 et 30% en 1993 contre 45,3% à fin 1997. Ceci place la France devant les autres pays européens en terme d'internationalisation puisque la Fédération des Bourses Européennes estime qu'en 1997, cette part était de 30% aux Pays-Bas, 16% en Allemagne et en Grande-Bretagne et de moins de 7% en Italie<sup>1</sup>. Ces investisseurs étrangers constituent principalement des gérants de fonds et des fonds de pension, principalement anglo-saxons. Les sources d'une telle évolution sont multiples. Elles tiennent pour une part à des considérations propres à ces investisseurs étrangers qui font face à une augmentation importante des fonds qu'ils gèrent sous l'action de leur système de retraite, et, de l'évolution de la pyramide des âges dans leur pays d'origine, et

---

<sup>1</sup> Ces chiffres tiennent compte pour la France des actionnaires étrangers qui ont recours à des intermédiaires français. Source : KPMG, « Gouvernement d'entreprise : bilan français et international », troisième enquête juillet-août 1998. Au niveau du CAC 40, leur part atteint selon la COB (étude menée en mars 1998) 37% à la fin 1997. Ces chiffres concordent avec ceux que donnent le Revenu Français (daté du 23/01/98) et Investir (du 6/07/98) pour lesquels la part des étrangers dans le CAC atteint 37,4%.

qui souhaitent diversifier leur portefeuille<sup>1</sup>. Des particularités nationales structurelles (faible montant de capitaux à investir du fait de notre système de retraite par répartition) et conjoncturelles (sous évaluation de la place parisienne et vagues de privatisations) peuvent aussi expliquer cette forte présence des investisseurs étrangers sur la place parisienne. Si cet afflux massif de capitaux ne transparaît pas de façon flagrante au niveau de l'actionnariat (le contrôle) des entreprises françaises, c'est parce que ces institutionnels étrangers, répondant à leurs logiques de placements à moyen et long terme, ne prennent souvent que des participations minoritaires dans les entreprises françaises comme l'illustre la figure 9.



*Figure 9 : Répartition des Sociétés du CAC 40 en fonction de la part que représentent les anglo-saxons, parmi les trois premiers investisseurs institutionnels*

Source : le Revenu Français daté du 23/01/98.

(Cap Gemini, France Telecom et Sodexho Alliance ne figurent pas dans ces statistiques faute d'informations)

<sup>1</sup> Selon la COB l'épargne confiée aux institutionnels américains est passée de 1900 milliards en 1980 à 10200 milliards en 1995. Même si les pourcentages investis à l'étranger par ces fonds sont encore faibles (entre 10 et 15% selon Technimetrics, dont environ 0,5% en France), cela représente selon la COB au total plus de 500

La faiblesse des participations anglo-saxonnes ne signifie pas que ces institutionnels soient sans poids sur le marché français. Le récent exemple de la chute brutale du cours d'Alcatel (Alcatel fait partie des 6 sociétés dans lesquels la participation des anglo-saxons est supérieure à 5%, elle est même dans ce cas supérieure à 10%) suite à une non révélation, en temps et en heure, d'informations sur les résultats et prévisions montre que ces fonds ont leurs exigences et sont suivis par les autres. En effet, les gérants de fonds et fonds de pension anglo-saxons imposent aux sociétés un minimum de transparence dans la communication de leurs informations. Certains sont plus actifs que d'autres, et les règles exigées dans un pays ne le sont pas forcément dans un autre ; cependant, par un effet de contagion de nombreux investisseurs institutionnels se montrent plus exigeants envers les directions. Dans le prochain paragraphe nous montrerons que ce comportement renvoie à la naissance du gouvernement d'entreprise dont le développement a été en partie guidé par l'internationalisation de la place parisienne.

### ***3.2.2.2 Evolution du gouvernement des entreprises en France***

Le gouvernement d'entreprise renvoie à plusieurs définitions. Selon Charreaux (1997, p. 1), « le gouvernement des entreprises recouvre l'ensemble des mécanismes organisationnels qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants, autrement dit, qui « gouvernent » leur conduite et définissent leur espace discrétionnaire ». Cette définition met le dirigeant au cœur du gouvernement d'entreprise. Elle est par ailleurs assez large puisque l'ensemble des mécanismes organisationnels (et des partenaires de l'entreprise qui y sont impliqués) peuvent être intégrés dans l'analyse. Pour Pastré (1994, p. 18), le gouvernement d'entreprise constitue « l'ensemble des règles de fonctionnement et de contrôle qui régissent, dans un cadre historique et géographique donné, la vie des entreprises ». D'un côté, cette définition réduit le champ étudié : les « règles de fonctionnement et de contrôle » n'incluent pas l'ensemble des mécanismes organisationnels dans l'esprit de Pastré, un cadre historique et géographique est par ailleurs explicitement posé. De l'autre, elle reste relativement floue puisque ce n'est pas la discrétion managériale qui est

---

milliards de francs, soit plus de 36% de la capitalisation boursière de Paris au 31/12/97 (1393 milliards de dollars selon l'OCDE). Source : Rapport KPMG sus-cité.

au centre du gouvernement mais « la vie des entreprises ». Nous nous référons ici au gouvernement d'entreprise dans un sens qui emprunte aux deux définitions tout en réduisant leur étendue respective. Les équipes dirigeantes sont au centre de nos préoccupations puisque ce sont elles qui définissent et mettent en œuvre les stratégies, mais nous nous limitons à étudier les rapports qu'elles entretiennent avec les actionnaires. Nous retenons aussi un cadre historique et géographique puisque notre analyse porte sur l'évolution du gouvernement d'entreprise en rapport avec le développement et l'ouverture du marché financier français. Il n'est pas dans notre objet de dresser un historique détaillé de la naissance du gouvernement d'entreprise en France, mais de montrer que le poids relatif des « mécanismes de marché » s'est accru et pousse à une remise en cause ou tout au moins à une évolution des mécanismes de contrôle internes aux entreprises françaises. Cela renvoie in fine à la logique qui anime les actionnaires et dont les dirigeants doivent, sans doute plus qu'auparavant, tenir compte dans la définition de leur stratégie.

D'un point de vue académique, on peut faire remonter l'histoire du gouvernement d'entreprise à Berle et Means (1932) qui ont mis en lumière le pouvoir croissant des « managers » aux Etats-Unis. Les théories managériales s'intéressent à ce problème au cours des années 60 (par exemple Williamson 1963). Néanmoins, c'est dans les années 70 que prend corps le traitement théorique dominant qui sera appliqué au gouvernement d'entreprise avec l'article de Jensen et Meckling (1976). La perspective adoptée est celle des théories contractuelles, se fondant sur l'individualisme méthodologique en vogue non seulement en finance mais aussi dans les approches plus sociologiques des organisations (Crozier et Friedberg, 1977). Du point de vue de la pratique, même si Pastré (1994) note que les réflexions de Berle et Means (1932) ont été relayées par d'autres chercheurs et ont inspiré par la suite le corpus réglementaire « qui fera des Etats-Unis le pays le plus contraignant pour les banques comme pour les dirigeants d'entreprise », ce n'est qu'au cours des années 80 que les réflexions qui se multiplient depuis les années 70 aboutissent à des codes de bonne conduite. Ces codes, nés avec le développement des marchés, visent à garantir aux actionnaires une bonne information et un contrôle efficace sur les entreprises dans lesquelles ils investissent. Ce faisant, ils contribuent à imposer de nouvelles règles pour les entreprises quant à leur transparence et à leur contrôle interne. Ils recommandent en général la nomination

d'administrateurs indépendants, une facilitation du contrôle interne (via des comités), une transparence vis-à-vis des marchés financiers et un équilibre des pouvoirs au sein de l'entreprise. Chaque pays ayant ses pratiques et son cadre réglementaire, ces codes diffèrent cependant d'un pays à l'autre.

En France, nous avons pu observer à travers les modalités des privatisations, qu'il est souvent reproché aux présidents l'étendue de leur pouvoir qui s'exerce sous le contrôle d'autant plus distant du conseil que celui-ci contient un nombre important de participations croisées. Par ailleurs, l'existence du droit de vote double ou de certificats d'investissement affaiblit encore le contrôle que peuvent exercer les actionnaires sur les dirigeants. Avec l'afflux d'investisseurs étrangers et l'influence de la pensée anglo-saxonne, les principes du gouvernement d'entreprise ont progressivement pénétré les mentalités françaises<sup>1</sup>. La Commission des Opérations de Bourse (COB) a réfléchi sur le sujet dès 1984 en ce qui concerne les comités d'audit (rapport KPMG op. cit., 1998). C'est seulement en 1995 que le CNPF (Conseil National du Patronat Français) et l'AFEP (Association Française des Entreprises Privées) ont chargé un comité ad hoc, sous la présidence de Marc Viénot, de réfléchir à l'opportunité de l'adoption en France de certaines pratiques nouvelles. Les recommandations du « rapport Viénot » (1995) s'articulent autour de deux axes : d'un part une rationalisation de la composition des conseils avec l'entrée d'administrateurs indépendants, la limitation du nombre de mandats réciproques et du cumul des mandats ; d'autre part, une amélioration des missions de direction et (surtout) de contrôle du conseil via la création de comités d'audit (contrôle interne), des rémunérations (des organes dirigeants) et des nominations (des administrateurs). Sans entrer dans le détail des évolutions<sup>2</sup>, certains grands traits ressortent des trois études (1996, 1997, 1998) qu'a effectué le cabinet KPMG sur le gouvernement d'entreprise dans les grandes entreprises françaises. On assiste à un suivi des recommandations en ce qui concerne la création des comités spécialisés. Néanmoins, le rapport Viénot restant flou sur les modalités de création et de fonctionnement, la direction en

---

<sup>1</sup> Le rapport KPMG fait remonter l'origine du débat en France à l'année 1990. D'un point de vue académique, le débat était déjà représenté, depuis le milieu des années 80 en particulier grâce aux travaux de Charreaux.

<sup>2</sup> Pour une analyse plus détaillée, nous renvoyons au rapport KPMG (1998). Nous nous contentons ici de reprendre les principales évolutions constatées.

place est très souvent présente ou représentée au sein de ces derniers. Une nette dissociation entre direction et contrôle n'est donc pas garantie, même si ces comités permettent une meilleure information des conseils. La communication sur les pratiques (nomination, rémunération) s'améliore pour ce qui concerne les nominations : le cabinet observe que, même si les mandats réciproques et leur cumul persistent, cette situation se régule au fur et à mesure des échéances de mandat et de l'amélioration de l'information sur les dirigeants et administrateurs. La rémunération des organes de direction reste cependant entourée d'une grande discrétion.

Ces évolutions, jugées positives du point de vue de la transparence des entreprises françaises, ne constituent donc pas une véritable rupture avec les pratiques antérieures. Elles donnent une orientation au gouvernement d'entreprise français qui révèle cependant un rééquilibrage des mécanismes de contrôle des directions au profit des marchés financiers (mécanismes « externes »). Cette évolution peut être rapprochée de l'activisme de certains investisseurs, en particulier anglo-saxons, qui entraînent avec eux les investisseurs institutionnels français. Tous les gestionnaires de fonds n'ont pas le même objectif. On peut ainsi distinguer les gérants de fonds, qui ne maîtrisent pas totalement leur horizon d'investissement et sont en concurrence avec d'autres sur des performances à court terme, des véritables fonds de pension qui gèrent une épargne à long terme. Les premiers ne pratiquent pas forcément une gestion indiciariaire, ils s'attachent à la performance à court terme de l'entreprise et se soucient peu des pratiques de gouvernement d'entreprise, pratiquant plutôt le « Wall Street Walk » « vote avec ses pieds »<sup>1</sup>. Les fonds de pension pratiquent plutôt une gestion indiciariaire, c'est-à-dire qu'ils diversifient leurs placements dans de nombreuses grandes entreprises de chaque place financière. Etant liés à plus long terme avec les entreprises, ils se soucient plus de leur politique en matière de gouvernement d'entreprise et contribuent à faire évoluer les structures de contrôle interne, ils exercent en particulier, même

---

<sup>1</sup> Pratique qui consiste à vendre ses actions en cas de désaccord ou de faible performance sans s'ingérer dans la politique de l'entreprise. Notons que cette pratique contribue cependant à faire pression sur les directions pour qu'elles révèlent rapidement les informations au marché comme l'illustre l'exemple d'Alcatel.

s'ils n'en ont pas l'obligation légale, leur droit de vote<sup>1</sup>. Les investisseurs français n'ont pas la même tradition : le métier de gérant d'actifs est plus jeune que dans les pays anglo-saxons et reste encore proche des banques commerciales dont les rapports avec les entreprises peuvent venir faire obstacle à ces pratiques<sup>2</sup>. Mais la concurrence aidant, les pratiques nationales pourraient se rapprocher des pratiques anglo-saxonnes. Le taux d'approbation dans les assemblées générales, bien que fort élevé, est ainsi en diminution depuis quelques années : les statistiques tenues par Proxinvest montrent que ce taux est passé de 99,44% en 1995 à 98,79% en 1996 et 98,74% en 1997. Les résolutions les plus contestées concernent la nomination ou le renouvellement d'administrateurs au conseil (97,33% d'approbation tout de même en 1997) (Source : rapport KPMG 1998, p. 89, op. cit.).

Le gouvernement des entreprises françaises a donc connu, ces dernières années, une évolution qui se traduit par la mise en place de structures visant à assurer un meilleur contrôle de la direction (création de comités) et une plus grande transparence vis-à-vis des marchés financiers. Certes, l'omnipotence dénoncée des directions générales ne s'est pas pour autant écroulée en quelques années : leur pouvoir au sein des comités, favorisé par le jeu du cumul de mandats, distingue encore les sociétés françaises. Cette caractéristique française est en partie héritée d'un pouvoir (étatique) centralisateur fort. On a vu en particulier comment le désengagement de l'Etat, à travers les privatisations, avait contribué à créer un système financier plus ou moins protégé du contrôle (dit « externe ») des marchés financiers. Néanmoins les mouvements dans le capitalisme français des dernières années (restructurations, fusions, afflux d'investisseurs étrangers) nous permettent d'affirmer que la pression des marchés financiers s'est faite plus forte. Autrement dit, les mécanismes de contrôle externe des directions que jouent les marchés ont vu leur importance rééquilibrée par rapport aux mécanismes de (auto)contrôle interne qui caractérisent un système étatique.

---

<sup>1</sup> L'exemple classique du fond « actif » est l'américain Calpers qui, après avoir annoncé ses critères pour la France, appliquera aux sociétés françaises sa politique de vote pour la première fois lors de la saison 1999 des assemblées générales.

<sup>2</sup> Les Américains ont l'obligation depuis longtemps (en particulier grâce au Glass Stegall Act) de séparer les activités de banque commerciale des activités de banque d'investissement. En France, une loi récente sur la modernisation des activités financières (Directive sur les Service d'Investissement du 2/07/1996) a entraîné la création dans la plupart des banques et compagnie d'assurance de structure ad hoc de gestion d'actifs.

Ceci est important d'un double point de vue. En premier lieu, ce rééquilibrage peut avoir un impact sur le niveau de diversification de l'entreprise. On a ainsi vu dans la première sous-section (3.1 « Recentrage » et évolution des outils d'analyse stratégique) que les analyses stratégiques, en rapport avec la conjoncture économique, ont mis l'accent sur un recentrage des entreprises sur leur métier, réduisant du même coup l'étendue de la diversification possible. L'opinion commune et les pratiques des analystes, en restreignant le recentrage à une spécialisation sur un ou quelques marchés, ont pu conduire les investisseurs à favoriser une moindre diversité des entreprises, ou tout au moins à exiger une articulation plus claire des marchés sur lesquels elles sont présentes. Le poids croissant des marchés financiers, s'il contraint le comportement des dirigeants, pourrait les inciter à réduire la diversité des activités gérées afin de satisfaire cette catégorie de partenaires.

Ensuite, d'une manière plus générale, le poids croissant attribué aux marchés financiers est important pour la définition même de notre sujet de recherche et la méthodologie employée. Nous limitons en effet l'étude de la diversification et de l'opportunisme managérial qui peut y être associé (cf. seconde partie) à la relation actionnaire-dirigeant. Pour que ce traitement relativement étroit se justifie, encore faut-il que les actionnaires soient des partenaires essentiels de l'entreprise et que leur poids soit suffisamment important pour qu'ils puissent se faire entendre. Il nous semble que les évolutions récentes du capitalisme français mises en lumière dans cette sous-section assurent une certaine pertinence à la définition de notre objet de recherche et au traitement empirique qui sera développé dans la seconde partie.

## **CONCLUSION**

De 1960 à nos jours l'environnement des entreprises a connu une complète transformation. Nous avons dans un premier temps insisté sur les conditions économiques changeantes par période. A la croissance généralisée des années 60-début 70 s'oppose une période de relative dépression entre 1974 et 1983. Depuis, une certaine instabilité dans les périodes de croissance est observée. L'incertitude associée à cette instabilité peut en soi réduire le niveau de diversification souhaitable selon certains des modèles théoriques exposés

au chapitre précédent. L'orientation stratégique des firmes est surtout sensible à la nature de la contrainte financière qui s'exerce sur elles. A la fin des années 70, la baisse des ressources due à la dépression et la stagnation de nombreux marchés a pu contraindre les entreprises à effectuer un choix drastique dans le périmètre de leurs activités. Au cours des années 80, l'ouverture internationale et ce contexte de croissance intensive favorisant les opérations de cessions-acquisitions, a pu augmenter les besoins de financement des entreprises et les pousser à concentrer leurs ressources sur un nombre de marchés réduits. Ces changements dans la conjoncture économique ne doivent pas cacher la diversité des situations auxquelles ont pu faire face les entreprises suivant leurs caractéristiques propres : situation sectorielle, degrés d'ouverture à l'international... Aussi la conjoncture ne suffit pas à expliquer une tendance stratégique ou une éventuelle conformation des stratégies par période. En relation avec la conjoncture économique décrite, la représentation des stratégies et le discours stratégique ont changé. De modèles qui étaient a priori favorables aux diversifications dans les années 70, nous sommes passés au cours des années 80 à un discours sur le recentrage des entreprises qui renvoie dans l'opinion commune à une réduction de leur gamme d'activités ou tout au moins à une articulation cohérente de leurs activités. Ceci est plutôt de nature à restreindre le degré de diversité des entreprises d'autant que, dans le même temps, le système financier français connaissait de profonds changements, la pression des actionnaires se faisait plus forte. Cette pression et la transparence exigée par les actionnaires ont pu récemment pousser les entreprises à concentrer leurs ressources sur un nombre réduit d'activités afin d'être mieux valorisées par comparaison intra-sectorielle.

Pris ensembles, les transformations dans la conjoncture économique, les représentations changeantes des stratégies et le poids croissant acquis par les actionnaires dessinent donc un cadre évolutif plutôt défavorable à la diversification au cours de la dernière décennie. Il est donc possible que le niveau de diversité des entreprises se soit réduit ces dernières années. Nous tenterons de le vérifier dans le cinquième chapitre. Auparavant, nous étudions plus précisément l'impact des changements environnementaux sur les motifs théoriques de la diversification déjà exposés. Si le contexte par période est plus ou moins favorable aux stratégies de diversification, nous devrions observer des niveaux de performance des différentes stratégies variant au cours du temps. Le chapitre 4, à travers une

revue de la littérature et des résultats empiriques sur le lien diversification/ performance, doit nous permettre de vérifier s'il existe des indices d'une périodisation du lien diversification/ performance. Au terme de ce chapitre, il est important de retenir que l'opportunisme des dirigeants, s'il trouve à s'exprimer au travers d'une diversification de l'entreprise, est relatif à la période étudiée. Sans donner encore une définition précise de l'opportunisme, on ne peut le réduire à une simple satisfaction de ses propres intérêts sans considérer les autres intérêts en présence. Un comportement de satisfaction de ses propres intérêts ne peut être qualifié d'opportuniste que s'il heurte les intérêts de l'un des autres partenaires de l'entreprise. Puisque nous nous concentrons sur les rapports actionnaires/ dirigeants, une condition nécessaire (mais non suffisante) à la manifestation d'un opportunisme managérial lors d'une diversification est que son impact sur la performance financière de l'entreprise soit négatif.

## CHAPITRE 4 : Etude du lien entre diversification et performance

Nous sommes restés jusqu'à présent à un niveau d'analyse assez large de la diversification, étudiant le développement du phénomène, ses motifs théoriques et l'impact du contexte socio-économique sur l'orientation stratégique des firmes. Nous resserrons ici l'analyse à plusieurs niveaux. Nous nous concentrons sur l'intérêt que représente la diversification pour une catégorie d'agents : les actionnaires. La notion de performance doit donc être définies par rapport à ces agents, elle est restreinte par rapport à la notion d'efficience que nous avons abordé au chapitre 2. La performance pour les actionnaires correspond à leur revenu réel ou potentiel. C'est une performance financière qui se mesure à partir d'agrégats et ratios comptables<sup>1</sup> (ex : rentabilité des investissements, de l'actif, rentabilité des capitaux propres, voire la rentabilité des ventes) ou à partir d'indicateurs de marché (boursiers : ex : la rentabilité boursière (ajustée au(x) risque(s)), le rapport de la valeur de marché à la valeur comptable de l'entreprise...). Cette conception restreinte de la performance réduit normalement le champ des motifs de la diversification abordés au chapitre 2. En fait, la plupart des modèles et idées présentés peuvent être rapprochés de l'intérêt des actionnaires. Dans un premier temps nous étudierons quel est l'impact prévisible des changements dans l'environnement des entreprises, mis en évidence dans le chapitre précédent, sur la performance financière de stratégies de diversification, compte-tenu des arguments en faveur de la diversification avancés dans le chapitre 2. Ceci nous permettra de synthétiser l'évolution prévisible du lien entre diversification et performance (financière) et les questions que soulève cette relation (SECTION 1). Nous étudierons ensuite les résultats d'études empiriques sur le sujet, au niveau national et au niveau international (SECTION 2).

---

<sup>1</sup> Normalement les actionnaires étant les créanciers résiduels de l'entreprise, les ratios comptables utilisés devraient intégrer des agrégats proches du résultat comptable et de capitaux propres de l'entreprise. Généralement, les agrégats comptables n'étant évidemment pas indépendants les uns des autres, des agrégats plus larges, n'intéressant pas uniquement les actionnaires, sont utilisés.

## **SECTION 1 : Evolution du lien entre diversification et performance, un réexamen des motifs théoriques**

Les motifs théoriques de la diversification ont déjà été présentés dans le chapitre 2. On a même alors quelque peu discuté de la pertinence de ces motifs compte-tenu des conditions (stabilité de l'environnement, ressources managériales, efficience du marché) prévalant dans les années 60 où la diversification s'est généralisée. Nous reprenons ici rapidement ces motifs dans le cadre restreint de leur impact sur la performance financière des entreprises afin de voir comment ont pu jouer les transformations de l'environnement sur la relation entre diversification et performance (§1.1). Ceci nous permettra de dresser un tableau d'ensemble de l'évolution prévisible de la relation et des questions qui restent en suspens (§1.2).

### **1.1 Performance des stratégies de diversification et environnement de l'entreprise**

Nous avons présenté les motifs possibles explicatifs de la diversification en référence aux hypothèses du cadre néoclassique qu'ils levaient. Nous reprenons ici cette classification et reconsidérons les motifs avancés du point de vue des actionnaires au regard des changements intervenus dans l'environnement des entreprises ces dernières décennies.

#### **1.1.1 Approche évolutive des imperfections sur le marché des biens et services et diversification**

Selon l'optique du pouvoir de marché, les firmes se seraient diversifiées afin de bénéficier d'un pouvoir congloméral, c'est-à-dire d'une capacité à occuper certains marchés par des subventionnements croisés et/ou à profiter d'un effet de tolérance mutuelle entre grandes firmes, et/ou à fermer l'accès aux petits concurrents par des relations d'achats réciproques (cf. chapitre 2, section 1, §1.1). Les groupes diversifiés seraient donc profitables pour leurs actionnaires mais au détriment des actionnaires des autres entreprises. Cet effet a certes pu être recherché par les groupes (voire les pouvoirs publics) au cours des années 60, afin de leur conférer les moyens de se développer à l'international. On a cependant vu que la volonté d'ouverture des marchés nationaux a pris place dans un contexte de ralentissement

généralisé de l'économie, faisant peser une forte contrainte financière (baisse des ressources) sur les entreprises jusqu'au milieu des années 80. Cette contrainte financière supprime certains des avantages attendus du pouvoir congloméral : les possibilités de subventionnement croisés s'en trouvent réduites, même si le marché national peut constituer une « arrière base » pour les groupes français. Par ailleurs, la pénétration des marchés étrangers s'est réalisée, principalement au cours des années 80, par des opérations d'acquisition faisant perdurer la contrainte financière (hausse des besoins). Ce contexte de concurrence internationale intensive est peu propice aux effets de tolérance mutuelle. Si une tolérance mutuelle est certes envisageable entre les grands groupes nationaux, elle est beaucoup moins probable au niveau international où le mot d'ordre depuis la fin des années 80 impose d'être parmi les leaders mondiaux pour se maintenir. Dans l'ensemble, l'optique du pouvoir de marché ne nous semble donc pas pouvoir justifier d'un maintien de la diversification depuis les années 80. Si, tant est que, ces motifs ont pu représenter un avantage pour les actionnaires des groupes diversifiés au cours des années 60, ils ont en partie perdu leur raison d'être en ce qui concerne les groupes français au cours des années 80. Sauf à considérer les quelques groupes qui ont su se hisser au première place dans un marché d'envergure mondial et qui sont restés diversifiés, le pouvoir congloméral ne nous semble plus pouvoir justifier d'un maintien de la diversification dans l'intérêt des actionnaires. Au contraire, les firmes qui seraient restées largement diversifiées au cours des années 80 auraient pu perdre de leur pouvoir de marché et réduire la rentabilité pour les actionnaires comme en attestent les discours autour du recentrage nécessaire des entreprises autour de leur point fort.

L'optique des ressources revient plus fondamentalement aux motifs initiaux de la diversification des entreprises. Ce sont cette fois les caractéristiques des ressources de l'entreprise (transférabilité via le marché, imitation possible, degré d'efficacité intrinsèque) qui expliquent le niveau et la rentabilité des stratégies de diversification. Dans le cadre des années 60, la compétence managériale de managers maîtrisant des techniques de planification du développement de l'entreprise a pu être avancée comme un motif possible de la diversification. Ces ressources étant relativement rares et pouvant selon l'opinion commune s'appliquer à de nombreux domaines d'activités (Goolds et Luchs, 1993), elles ont pu représenter un avantage à la diversification que les actionnaires auraient, à l'époque, valorisé.

Cette ressource managériale, rare mais considérée comme peu spécifique à l'époque (cf. Chapitre 2, section 1, § 1.2), s'est cependant étolée au cours des décennies suivantes sous l'action conjuguée de plusieurs effets.

Une contraction des ressources a réduit le champ d'action des managers dans l'allocation des ressources. L'environnement devenant turbulent (instabilité de la croissance, concurrence intensive au niveau international), la capacité des managers à planifier dans le moyen et long terme s'est trouvée réduite. Ils ont pu alors commettre des erreurs dans la composition (l'équilibre) de leur « portefeuille d'activités », réduisant les capacités de développement et la profitabilité pour leurs actionnaires. Par ailleurs, cette ressource managériale n'est pas indépendante du niveau de développement des marchés financiers : plus les marchés deviennent à même de distinguer les bons projets des moins profitables, moins le rôle des managers dans l'allocation discrétionnaire de fonds entre différents projets se justifie (cf. chapitre 2, section 3, § 3.2 et 3.3). Or les marchés financiers ont connu un fort développement au cours des années 80 comme nous l'avons montré dans le chapitre précédent. La quantité et la qualité des informations sur les entreprises et leurs projets se sont améliorées (nous reviendrons sur ce point dans le paragraphe examinant les motifs issus des théories contractuelles). Enfin, la concurrence intensive qui naît au cours des années 70 et se matérialise au cours des années 80 (vague de F&A) a mis l'accent sur une nécessaire concentration des ressources de l'entreprise sur une ou quelques activités articulées (pas seulement financièrement) entre elles (cf. chapitre 3, section 2). Du coup, la compétence managériale se déplace d'un niveau de simple allocation de fonds entre projets à un niveau plus proche de l'opérationnel où il convient non seulement de définir les règles d'allocation des fonds, mais aussi de préciser le champ des projets et leur articulation au niveau opérationnel (définition du métier). Une compétence générique ne suffit plus, il est demandé aux dirigeants une spécialisation dans un secteur ou autour de ressources conférant à l'entreprise un avantage<sup>1</sup>. La compétence managériale considérée comme générique ne

---

<sup>1</sup> Il est d'ailleurs intéressant de noter que les hypothèses d'opportunisme managérial par diversification de l'entreprise reflètent cette évolution. Dans un premier temps l'opportunisme managérial sera suspecté à travers les larges diversifications (Amihud et Lev, 1981), puis c'est à travers une diversification autour de ses compétences propres que le dirigeant sera suspecté de favoriser ses intérêts propres au détriment (possible) de celui des actionnaires. Nous discutons ces hypothèses dans la seconde partie de la thèse, chapitre 6, section 2.

représente dès lors plus une ressource susceptible de justifier une large diversification.

La disponibilité de ressources financières est une condition nécessaire à la diversification, une ressource managériale spécifique pouvait constituer une condition suffisante, visant à capter les quasi rentes qui lui étaient associées. Ces deux ressources (surtout la dernière) diminuant au cours des décennies 60 et 70, une large diversification ne se justifie plus du point de vue de l'intérêt des actionnaires. Une diversification moins étendue reste néanmoins possible. L'étendue de la diversification (et sa profitabilité) dépendra des caractéristiques des ressources. Les changements dans l'environnement de l'entreprise mis en évidence dans le chapitre précédant ne nous permettent pas d'aller plus loin quant à des prédictions sur la profitabilité pour les actionnaires de niveaux de diversification modérés. La théorie des ressources nécessite une analyse fine qui se développe au niveau de chaque entreprise, cette théorie trouve à s'appliquer plus fréquemment dans les modèles d'analyse stratégique depuis la fin des années 80 et le début des années 90, ce que l'on a interprété comme un rapprochement (interpénétration) de l'entreprise de ses marchés (cf chapitre 3, section 3, § 3.1). On se contente donc de conclure que la diversification liée devrait se révéler plus profitable que la diversification non liée pour les actionnaires dans la période récente si l'on suit le point de vue des ressources.

Les motifs de la diversification liés aux imperfections sur le marché des biens et services favorisent donc moins qu'auparavant les stratégies de diversification large et hétérogène. L'optique du pouvoir de marché conduit plutôt à rechercher un pouvoir au sein d'un marché plutôt que les avantages d'un pouvoir congloméral depuis les années 80. Ils ne jouent pas en faveur d'un maintien d'une large diversification. L'optique des ressources, abordée principalement à travers les ressources managériales, plaide en faveur d'un mode de développement correspondant à une stratégie de spécialisation ou de diversification liée, elle ne permet plus de justifier une très large diversification (la forme conglomérale).

### **1.1.2 Approche évolutive des imperfections sur les marchés financiers et diversification**

Les motifs invoqués en faveur d'une diversification dans ce domaine sont de deux

ordres : une segmentation du marché des titres qui peut être la conséquence de coûts fixes de transaction (Levy 1991) et (conséquemment) une gestion du risque de l'entreprise que ne pourraient réaliser les actionnaires au niveau de leur portefeuille (cf chapitre 2, section 2, § 2.2 et 2.3).

Nous nous sommes peu intéressés au problème de la segmentation du marché des titres dans le chapitre précédent. Deux évolutions pourraient laisser penser qu'elle est moins forte de nos jours qu'elle ne l'a été. La réforme financière entreprise à partir de 1984 visait à créer un marché financier moderne, plus large et moins segmenté. Avec le développement et l'internationalisation des marchés, les sources d'information sur les entreprises ont été multipliées, leur accès est devenu plus facile et moins coûteux, grâce notamment aux nouvelles techniques d'information et de communication (internet, bases de données en ligne et sites des entreprises cotées). Par ailleurs on a observé au cours des années 80 une professionnalisation des intervenants sur les marchés de titre : l'actionnariat des ménages a reculé dans tous les pays de l'OCDE (sauf en France du fait des privatisations) au profit d'investisseurs institutionnels et de gérants (OCDE, 1995). Il est donc possible que les coûts fixes de transaction tels que les définit Levy (1991) (qui sont essentiellement des coûts d'information), soient tendanciellement orientés à la baisse.

Mais les coûts fixes de transaction ne constituent qu'une cause possible (et non la seule) de la segmentation des marchés. De plus, l'élargissement des marchés s'est réalisé par la création de nouveaux marchés (second marché, nouveau marché) pour lesquels les exigences d'information envers l'entreprise sont plus faibles. Si l'information s'est améliorée pour les entreprises de la cote officielle, le coût de suivi de petites entreprises reste encore

élevé<sup>1</sup>. Il nous paraît ainsi difficile de nous prononcer quant à une moindre segmentation des marchés aujourd'hui que durant les années 60. Des études empiriques récentes, encore américaines, mettent d'ailleurs en lumière des observations que Levy (1991) présente comme la conséquence de la segmentation des marchés : une corrélation entre risque spécifique et risque systématique (Lubatkin et Chatterjee 1994, Miller et Bromiley 1990) et une performance supérieure lorsqu'une entreprise de grande taille acquiert une petite cible (Bhagat, Hirshleifer et Noah, 1999)<sup>2</sup>. L'intérêt d'une acquisition selon les arguments de Levy (1991) ne renvoie pas à un intérêt de diversification par acquisition puisque seuls les actionnaires des cibles profitent de la création de valeur (ce que confirment Bhagat, Hirshleifer et Noah, 1999, qui trouvent par ailleurs que les acquisitions liées sont plus créatrices de richesse que les acquisitions non liées). Le niveau de segmentation des marchés ne ressort donc pas comme un argument recevable de justification de la diversification.

Par contre si l'on admet que les marchés sont restés segmentés, l'argument d'une diversification entreprise afin de gérer le risque de l'entreprise reste recevable. Les entreprises, grâce à leur action sur leur environnement, et du fait de la corrélation entre risque systématique et spécifique entreprendraient alors des diversifications afin d'ajuster leur risque d'une façon non répliquable par les actionnaires (cf chapitre 2, section 2, §2.3). Néanmoins, la création de nouveaux instruments de gestion du risque, à travers les produits dérivés a pu réduire cet avantage : les entreprises peuvent, à leur niveau, se protéger de certains risques (change, matières premières...) sans nécessairement entreprendre une diversification

---

<sup>1</sup> On peut citer, à titre d'exemple, la disponibilité des données sectorielles dans les rapports annuels. La législation française est sur ce point relativement peu contraignante : elle stipule (art. L356, al. 2) que les rapports annuels doivent contenir des informations sur l'activité et les résultats de l'ensemble de la société, des filiales et des sociétés qu'elle contrôle *par branche d'activité*. Or, si les grandes entreprises ont une politique volontaire de communication de ces informations, les rapportant par secteur d'activité (Amadiou, 1998 ; Saada 1998), les petites entreprises de notre échantillon se contentent souvent de donner le résultat et le chiffre d'affaires par société contrôlée. On est loin des exigences américaines en la matière : depuis 1976 (Statement of Financial Accounting Standards 14, SFAS 14) les entreprises américaines cotées doivent présenter leurs activités par ligne d'activité ; depuis juin 1997 (SFAS 131), cette répartition doit se faire dans un premier temps suivant la définition opérationnelle des secteurs que retient le management afin de suivre l'approche managériale de ce report (souci de contrôle par les investisseurs externes des procédures internes).

<sup>2</sup> Ces derniers auteurs attribuent l'observation d'une plus forte création de valeur mesurée en fraction de la valeur de la cible à deux effets potentiels : une capacité d'endettement de la cible qui augmente ou de moindres difficultés d'intégration culturelles lorsque la cible est petite. Cependant, ils ne les testent pas, le mécanisme explicité par Levy (1991) peut aussi être mis en avant.

(géographique ou amont). L'avantage pour les actionnaires dépend alors du coût relatif de la couverture du risque par instrument financier et par diversification ainsi que de l'impact réel des couvertures financières sur le risque de l'entreprise.

Il nous semble difficile de nous prononcer quant à un impact différencié par période des imperfections du marché sur l'intérêt que représente la diversification des entreprises pour ses actionnaires. D'un point de vue théorique, les incitations à entreprendre une diversification de l'entreprise qu'offrent les imperfections du marché sont, de toutes façons, maigres. La gestion du risque de l'entreprise, via une diversification, renvoie à un comportement du dirigeant qui ne sert pas forcément les intérêts des actionnaires puisque la relation entre risque et diversification n'est pas monotone. Nous l'aborderons dans la deuxième partie de la thèse. La baisse tendancielle des coûts de transaction (incluant les coûts d'information) sur les marchés renforce l'argument classique selon lequel la diversification de leur portefeuille par les actionnaires est moins coûteuse qu'une diversification au niveau de l'entreprise. Nous revenons sur ces coûts de transaction dans un sens plus proche des théories contractuelles dans le prochain paragraphe.

### **1.1.3 Théories contractuelles, contexte institutionnel et diversification**

Les théories contractuelles offrent plusieurs motifs en faveur de la diversification. Les modèles issus de la théorie de l'agence (cf. chapitre 2, section 3, §2) avancent principalement deux arguments : une amélioration du contenu informationnel de la production (« outputs ») de l'entreprise pour les actionnaires (Aron 1988) ; la création interne du capital plus efficient (Stein, 1997). La théorie des coûts de transaction (cf. chapitre 2, section 3, §3) permet d'appréhender la diversification sous l'angle de l'adéquation de la structure de gouvernance et de contrôle choisie à la stratégie, elle est aussi à l'origine de l'idée d'un marché interne du capital efficient. Nous nous intéressons successivement à ces deux ensembles d'explications compte-tenu des changements intervenus dans l'environnement des entreprises ces deux dernières décennies. Notons que l'approche des modèles d'agence étant plus normative, il est plus délicat de rapprocher leurs implications explicatives d'un contexte particulier.

### *1.1.3.1 Motifs issus de la théorie de l'agence*

Selon Aron (1988), la diversification, en réduisant le risque de mauvaise inférence de la part des actionnaires sur le niveau d'effort fourni par le dirigeant, pourrait être bénéfique. Le dirigeant accepterait une moindre rémunération compte-tenu du risque plus faible (de mauvaise évaluation) qu'il encourt, ce qui pourrait se révéler bénéfique pour les actionnaires si la diversification n'engage par ailleurs pas d'autres coûts (synergies négatives, déséconomies d'échelle...). Cet argument paraît insensible au contexte (années 60 vs. années 80-90) sauf à considérer que les coûts (d'exploitation) liées à une diversification ont augmenté. Sans pour l'instant pouvoir l'affirmer, nous verrons en conclusion de cette sous-section que, dans l'ensemble, les motifs théoriques d'une diversification, sans perdre en pertinence, s'avèrent moins bénéfique ou poussent moins à la diversification dans le contexte actuel que durant les années 60. La diversification aurait pu perdre en efficacité ou représenter des coûts supplémentaires<sup>1</sup>, rendant l'attrait d'une moindre rémunération du dirigeant moins intéressante pour les actionnaires. Nous restons prudents sur cette question, cet argument sera d'ailleurs repris dans la seconde partie de la thèse dans une étude de la période récente (1991-1997).

Un autre argument avancé par Aron (1988) est que la diversification est un moyen alternatif à un « contrat de performance relative » pour évaluer l'effort du dirigeant. Le « contrat de performance relative » se fonde sur l'observation des résultats d'autres entreprises pour juger de la performance du dirigeant en supposant que les résultats des entreprises non directement liés aux efforts du dirigeant ne sont pas totalement indépendants. Sur ce point, il semble que les pratiques des analystes financiers révèlent la prééminence prise par les « contrats » de performance relative (cf. Chapitre 3, section 3, §3.1.3). Le recours de plus en plus fréquent aux techniques de « benchmarking » s'explique d'un point de vue matériel par la multiplication des sources d'information sur les entreprises (bases de données) et par les

---

<sup>1</sup> On a déjà vu que les arguments liés au pouvoir de marché poussaient plus dans la période récente vers une concentration de l'activité sur un marché ou métier dans un contexte de concurrence internationale intensive. Les bénéfices d'un pouvoir congoloméral sont alors moindres ou beaucoup plus difficiles à atteindre (il faut dominer les marchés au niveau mondial). Les arguments issus de l'optique des ressources ne plaident plus, compte-tenu de notre analyse, en faveur d'une large diversification...

techniques d'évaluation de performance<sup>1</sup>. Il renvoie aussi à l'internationalisation de la place financière parisienne et aux objectifs de performance à court ou moyen terme (gestionnaires de fonds) ou à long terme (fonds de pension) que recherchent les nouveaux intervenants (Chapitre 3, section 3, § 3.2).

L'observation de la pratique conduit à plusieurs interprétations possibles au regard du mécanisme décrit par Aron (1988). L'importance prise par les techniques de comparaison de performances relatives peut être interprétée dans le cadre normatif du modèle : elle résulterait d'une supériorité de ces contrats, ce qui signifierait que les activités des entreprises seraient plutôt liées, rendant la diversification peu informative quant au niveau d'effort fourni par le dirigeant<sup>2</sup>. On se contente alors d'affirmer, en cohérence avec le modèle, que les contrats (et techniques) de comparaison de performance se sont développés *parce que* les activités fusionnées (diversification) sont devenues plus proches : les techniques de benchmarking ne seraient qu'une conséquence de la moindre diversification ou du caractère plus lié des diversifications et non une cause. On peut néanmoins renverser l'interprétation et instrumentaliser le modèle dans une perspective plus positive : ce serait parce que les fusions (diversification) se seraient révélées être de piètres moyens de contrôle fiable du niveau d'effort fourni par le dirigeant que les techniques de comparaison de performance se seraient imposées. Nous sortons alors, il est vrai, du cadre normatif du modèle, mais nous verrons dans la seconde partie (démarche positive) que si nous diminuons l'omniscience des agents par rapport à son modèle et que nous ne réduisons pas l'opportunisme du dirigeant à un simple comportement de satisfaction de ses propres objectifs (sans ruse), la diversification peut être un moyen de dissimuler de l'information pour le dirigeant.

---

<sup>1</sup> Pour ces mesures de performance des entreprises, nous renvoyons à la section suivante. Certaines techniques utilisées dans la recherche académique se rapprochent du « benchmarking », en particulier l'approche dite « Chop-shop » qui consiste à comparer la valeur d'une entreprise à la somme des valeurs de ses segments pris comme s'il s'agissait de firmes indépendantes.

<sup>2</sup> Les contrats de performance relative peuvent se révéler supérieurs à une fusion (diversification) dans le modèle de Aron (1988) si les termes résiduels des fonctions de production des entreprises, non dépendants de l'effort des dirigeants, sont positivement corrélés. Une corrélation positive signifie que les fonctions de production des entreprises en question réagissent de la même façon à l'environnement. En ce sens, les activités peuvent être considérées comme liées. A l'inverse, la diversification se révélera généralement supérieure si ces résidus sont négativement corrélés, traduisant plutôt le rassemblement (via une fusion) d'activités différentes réagissant différemment à l'environnement, donc plutôt non liées.

Il nous est difficile d'étudier l'influence du contexte sur le poids à accorder à des arguments issus d'un modèle normatif, puisque celui-ci définit son propre monde, atemporel, et que peu de paramètres peuvent être restitués dans un contexte réel. Néanmoins, il est possible que le développement des techniques de « benchmarking » sur les marchés financiers et le poids qu'elles exercent sur les dirigeants dans une optique de comparaison entre firmes, provoque une contrainte à la baisse sur le niveau de diversification. La diversification ne serait alors plus considérée comme un moyen efficace de contrôle du dirigeant, elle serait au contraire désavouée par les nouveaux intervenants du marché, grâce en particulier à la quantité d'informations de plus en plus importante et facilement accessible.

Le modèle de Stein (1997) met en avant le bénéfice d'une diversification par la création d'un marché interne du capital plus efficace que le marché externe en ce qu'il permettrait une meilleure allocation des fonds qui se traduirait par un relâchement de la contrainte de financement. Il est aussi normatif, mais il intègre des paramètres qui peuvent être rapprochés du contexte économique décrit au chapitre précédent. Rappelons que s'intercale, dans ce modèle, une direction générale entre les managers de projets et les actionnaires. Cette direction générale possède une compétence propre par rapport aux actionnaires : elle est capable de définir ex-ante la qualité (bonne ou mauvaise) des projets des managers avec une erreur possible. Les actionnaires lui délèguent aussi le droit d'allouer les fonds de façon discrétionnaire entre les projets qui sont sous sa coupe. La direction générale étant intéressée aux cash flows tirés de l'ensemble des projets, elle va d'abord financer les projets dont elle pense qu'ils sont rentables. Les actionnaires en étant conscients, un relâchement de la contrainte de financement est envisageable qui accroîtra encore le gain pour tous (en particulier les actionnaires). Sans reprendre l'ensemble du modèle (cf. chapitre 2, section 3, § 2.2), ses conclusions sont les suivantes : en l'absence d'erreurs de jugement (classement des projets suivant leur niveau de rentabilité) de la part de la direction générale, la diversification non liée est la meilleure forme de création d'un marché interne du capital efficace (bénéfique pour les actionnaires). A mesure que les erreurs de jugement de la direction générale se font plus fréquentes, il est souhaitable de rassembler sous la même coupe des projets (activités) semblables du point de vue de l'évolution de leur cash-flows.

Les avantages de la création d'un marché interne du capital dans le modèle de Stein

(1997) et des modes de diversifications (degré de liaison entre activités) qui y sont associés renvoient donc à la capacité du manager à ordonner les projets suivant leur rentabilité relative. Or cette capacité a évolué au cours des dernières décennies sous l'action conjuguée de l'instabilité de la croissance à partir des années 70 et de la rareté relative des fonds générés en interne. Dans un contexte de croissance stable et continue (années 60), l'ordonnement des projets suivant leur profitabilité et leur capacité à générer des cash-flows était facilement réalisable. Le recours au modèle matriciel, alors que certains marchés connaissaient encore une croissance soutenue, permettait une planification à moyen et long terme du développement de l'entreprise. Dès lors que la crise s'installe à partir du milieu des années 70, l'exercice devient beaucoup plus délicat : d'une part les ressources se font moins abondantes de part le ralentissement généralisé, d'autre part les perspectives de croissance et de profit sont plus instables, suivant les courtes phases de légère reprise et de dépression. Les erreurs de jugement de la direction dans un classement ordinal des projets deviennent alors probablement plus fréquentes. On a d'ailleurs situé la fin d'une croyance en une compétence managériale générique susceptible d'une application dans un large spectre d'activité vers cette époque, l'accent étant ensuite mis sur une relative spécialisation de la direction autour de marchés ou métiers spécifiques (cf. le premier paragraphe de cette section). Suivant le modèle de Stein (1997), plus les activités rassemblées dans le marché interne sont dissemblables (en terme d'évolution de leur cash flows), plus il est devenu difficile aux directions générales de les ordonner sans erreur. Ainsi, l'avènement d'une période « turbulente » (instabilité de la croissance, concurrence s'intensifiant en s'internationalisant), à partir du milieu des années 70, a pu conduire à une baisse de performance pour les actionnaires des stratégies de diversification non liée. Elle n'aurait pas forcément supprimé tout avantage à la création d'un marché interne du capital, mais aurait contraint ce dernier à s'organiser autour d'activités dont les cash-flows sont corrélés, et qui, en ce sens, apparaissent comme des activités liées.

La période récente (fin des années 80 à nos jours) reste caractérisée par une instabilité, les phases de croissance et de ralentissement se succédant rapidement. La concurrence intensive qui se joue au niveau international contribue à rendre l'environnement sectoriel instable : des mouvements stratégiques de firme bien implantée dans un secteur tels que les accords technologiques ou les fusions entraînent des réactions en chaîne et peuvent changer

« du jour au lendemain » la physionomie d'un secteur industriel. Dans ce contexte les avantages d'un marché interne du capital ne sont possibles, suivant le modèle de Stein (1997), que si ce marché est étroit au sens où il regroupe des activités et projets proches que la direction générale est capable de classer suivant leurs perspectives de rentabilité. Le mouvement de recentrage trouve ainsi à s'expliquer dans le modèle de Stein (1997) par l'effet de la turbulence de l'environnement sur la capacité de la direction de l'entreprise à ordonner des projets suivant leur profitabilité.

D'une manière générale, il semble donc qu'une approche de la diversification de l'entreprise à travers le point de vue (plutôt normatif) de modèles issus de la théorie de l'agence plaide pour une diversification moindre dans le contexte actuel que dans celui des années 60, voire 70. Nous imputons cette évolution dans l'analyse à principalement deux phénomènes : une meilleure information à disposition des marchés et une instabilité (« turbulence ») dans l'environnement de l'entreprise qui réduit la capacité des dirigeants à gérer efficacement des ensembles d'activités trop diverses. Les pistes, que nous avons lancées à la fin du chapitre 2 concernant l'impact de l'évolution de l'environnement sur la performance des diversifications pour les actionnaires selon le point de vue de l'agence, se trouvent donc confirmées après étude de l'environnement économique et institutionnel au cours des dernières décennies.

### ***1.1.3.2 Motifs issus de la théorie des coûts de transaction***

La théorie des coûts de transaction reprend une argumentation proche de celle déjà exposée par le modèle de Stein pour expliquer l'existence d'un marché interne par diversification. Mais l'approche est plus positive et contingente à l'environnement. Elle intègre en particulier la structure qui soutient la stratégie, et la particularité de la structure de groupe mérite qu'on s'y arrête. Nous l'analyserons dans un premier temps. Enfin cette théorie, en intégrant la structure, insiste sur les coûts qui y sont attachés, or nous n'avons jusqu'ici peu abordé les coûts que peuvent induire le choix d'une stratégie.

Comme nous l'avons déjà remarqué, Williamson (1975) justifie l'existence d'un marché interne du capital avec des arguments assez proches de ceux développés au sein des

modèles d'agence du type de Stein (1997). La conclusion du paragraphe précédent n'est donc fondamentalement pas remise en cause. Williamson est néanmoins plus précis quant aux mécanismes qui permettent aux dirigeants de développer une capacité d'évaluation (ex-ante) de projets que ne possèdent pas les actionnaires et qui justifient la création d'un marché interne. En particulier, il avance que c'est le développement de la « forme M » (Multidivisionnelle) qui a permis la création d'un marché interne efficient (cf fin chapitre 2).

La forme M « pure » se caractérise par une intégration complète des sous-unités (propriété totale) dans l'ensemble de la firme et une nette distinction entre la prise de décisions opérationnelles, du ressort de la filiale, et la prise de décisions stratégiques qui appartient à la direction générale. C'est la structure implicitement retenue dans le modèle de Stein (1997). L'organisation des firmes françaises en groupes de sociétés ne répond pas strictement à cette définition or la structure de groupe reste une caractéristique durable de l'industrie française<sup>1</sup>. Dans ces structures, la maison mère possède une participation dans ses filiales, mais cette participation qui lui assure le contrôle n'est pas forcément majoritaire : d'autres actionnaires que la maison mère participent au capital de la filiale. S'ajoute à cela des emboitements successifs possibles de filiales. On aboutit donc à une situation où les sous unités sont contrôlées par la maison mère mais où des intérêts actionnariaux étrangers sont aussi partie prenante. La distinction entre prise de décision opérationnelle et stratégique n'est donc plus aussi marquée que dans la forme M, et le contrôle n'est plus intégralement détenu par la direction générale. On se rapproche ainsi de la « forme H » décrite par Williamson (1975, p. 143). Cette structure est hybride : elle emprunte à la forme M, puisque les décisions stratégiques intéressant les filiales peuvent être prises par la maison mère, mais les actionnaires étrangers au groupe peuvent avoir leur mot à dire s'ils jugent leurs intérêts lésés (actionnaires minoritaires). La liberté d'allocation discrétionnaire des fonds par la direction générale peut être amoindrie.

Cela peut avoir plusieurs conséquences au regard du marché interne du capital : d'un

---

<sup>1</sup> Si le nombre de grands groupes (> 10 000 salariés) reste stable au cours des années 80, les groupes moyens (2000 à 9999 salariés) sont en augmentation, et l'augmentation du nombre de groupes est d'autant plus forte que ceux-ci sont petits (cf. INSEE première, novembre 1997). Nous nous intéressons ici surtout aux grands et moyens groupes.

coté son principe de fonctionnement peut être entravé, les fonds ne pouvant être alloués avec toute la discrétion possible par la direction générale entre « bons » et « mauvais » projets. Le marché interne que crée la structure de groupe pourrait alors se révéler moins efficace que la pure forme M en ne réduisant pas totalement les coûts d'agence ou disfonctionnements (contrainte de financement, sous-investissements) qu'implique le fonctionnement de marché. D'un autre côté, la structure de groupe confère une flexibilité à l'ensemble : dans un environnement turbulent, exigeant des projets proches pour que se réalisent les avantages d'un marché interne, la direction générale peut plus facilement se défaire d'activité-filiales aux activités éloignées de son cœur de métier en transférant le contrôle aux actionnaires minoritaires (désinvestissements ou diminution de la participation). La direction générale peut alors se concentrer sur l'allocation de fonds dans les activités plus complémentaires. On a déjà souligné que Soulage (1980) observe à partir de 1975 une centralisation des décisions concernant l'orientation industrielle dans 17 grands groupes français. La direction générale sort ainsi de son simple rôle d'allocation de fonds entre filiales. Cela pourrait correspondre au phénomène décrit : dans un environnement turbulent, la direction générale chercherait à limiter une orientation trop diverse de chacune de ses filiales.

Les arguments liés aux avantages d'un marché interne selon la théorie de coûts de transaction semblent donc pouvoir s'appliquer au cadre français malgré la particularité d'une structuration par groupe. La structure de groupe se révélerait plus flexible que la pure forme M (intégrée). Aussi, lorsque la turbulence de l'environnement a pu contraindre les entreprises françaises à réduire la diversité de leurs activités, le retour à des activités plus proches se serait fait de manière souple et n'aurait pas nécessité, comme on a pu l'observer aux Etats-Unis, des « dépeçages » de firmes très diversifiées<sup>1</sup>.

La démarche générale de la théorie des coûts de transaction consiste à choisir la structure qui minimise les coûts de transaction. L'internalisation intervient lorsque les coûts de transaction par le mécanisme de marché se révèlent plus coûteux que le recours à une

---

<sup>1</sup> Nous ne développons pas sur les particularités du marché américain, telle l'existence des « junk bonds », qui ont permis le financement des acquisitions de grands groupes ensuite dépecés. L'article de Bhide (1990), « Reversing corporate diversification » (*Journal of Applied Corporate Finance*, 5, p. 70-81) est à cet égard très instructif.

structure spécifique encadrant la transaction (cf. chapitre 2, section 3, §3.1 et 3.2). Le phénomène de recentrage avec ses externalisations et la réduction de la diversité des activités s'expliquent dans ce cadre par une baisse des coûts de contractualisation sur le marché et/ou une hausse de ces coûts au sein des structures hiérarchiques, ou par de moindres gains en coût de production par internalisation. En laissant de côté les coûts de production<sup>1</sup>, il nous est possible de lancer quelques idées quant à l'évolution des coûts de contractualisation.

Les nouvelles technologies de la communication et de l'information (internet, base de données en ligne, échange de données informatisées) ont déjà été citées comme un facteur ayant permis d'améliorer l'accessibilité et le traitement des informations au niveau des marchés financiers. Elles auraient permis une baisse des coûts de transaction sur ces marchés. Mais ces nouvelles techniques trouvent des applications dans d'autres domaines. En ce qui concerne la coordination des transactions entre entreprises ou avec les clients finaux, ces nouvelles techniques permettent de traiter des transactions « complexes » de façon standardisée et sécurisée en réalisant un gain de temps et d'intermédiaires. Cela est vrai sur les marchés financiers où un ordre peut être passé en direct de chez soi et exécuté quasi-immédiatement sans intermédiaire. C'est aussi vrai des transactions commerciales, où les librairies électroniques (ex : amazon.com sur internet) permettent à n'importe quel particulier de choisir suivant ses critères l'ouvrage qu'il recherche parmi des millions, puis de le commander sans grande formalité tout en étant assuré d'une livraison rapide en toute sécurité. L'échange de données informatisées permet à plusieurs entreprises (et pas seulement deux entreprises en « face à face ») de coordonner leurs transactions et leurs productions en évitant encore une fois de nombreux contacts bilatéraux. La standardisation de transactions qui nécessitaient auparavant de nombreux contacts entre différents intervenants peut être vue comme une progression des mécanismes de marché (caractérisés par la standardisation) sur des mécanismes nécessitant autrefois une internalisation. Il n'est plus forcément nécessaire de disposer d'un réseau étendu de librairies à l'offre limitée si toute l'offre peut être concentrée,

---

<sup>1</sup> Le différentiel de coût de production résultant de l'internalisation ou de la transaction par le marché ne justifie pas en soi l'internalisation quel que soit le niveau de spécificité de l'actif selon Williamson (1994). Tout au plus, les coûts de production sont-ils égaux pour une spécificité élevée des actifs. Ce sont les coûts de contractualisation, liée à la structure de gouvernance, qui font principalement la différence. Pour une représentation imagée de cette idée, cf la figure du chapitre 2, section 3, § 3.1.

consultée à moindre coût et distribuée à partir d'un lieu unique. Ainsi la contractualisation de type « marché » gagnerait, par la standardisation de transaction de plus en plus complexes, du terrain sur la contractualisation internalisée nécessitant une structure de gouvernance spécifique. En ce sens, l'internalisation se justifierait pour des niveaux plus élevés de spécificité des actifs. Cette analyse rapide<sup>1</sup> trouve un écho dans le développement de la théorie des ressources dans l'analyse stratégique. Confrontées à un rognage de leurs frontières par les mécanismes de marché, les entreprises chercheraient à redéfinir les « ressources » (ou actifs spécifiques) autour desquelles elles peuvent déployer de manière efficiente leurs activités.

En résumé, les arguments en faveur de la diversification du point de vue de la théorie des coûts de transaction, sont influencés par le contexte auquel ils s'appliquent. Les avantages d'un marché interne du capital sont devenus moindres avec la turbulence de l'environnement et le développement des marchés financiers. Les bénéfices d'une diversification de ce point de vue diminuent, l'entreprise est contrainte de réduire la diversité des activités qu'elle gère si elle veut continuer d'en profiter. Ces conclusions rejoignent celle des modèles d'agence. En prenant du recul, on peut même analyser le mouvement de recentrage comme une progression du champ des mécanismes de marchés au détriment des structures hiérarchiques. Là encore, toute diversification n'est pas condamnée, mais l'entreprise doit redéfinir ses frontières, externalisant ou désinvestissant les activités pour lesquelles la faible spécificité et complémentarité au regard de ses activités centrales (i.e. spécifiques) ne justifient plus une gestion internalisée.

## **1.2 Synthèse et questions en suspens**

La diversification, ou tout au moins certaines de ses formes, devrait s'avérer moins profitable pour les actionnaires qu'elle ne l'a été. Une synthèse des différents arguments et une représentation schématique des principaux changements intervenus dans l'environnement des entreprises françaises nous permettra de retenir l'essentiel de ce qui a été exposé au cours des deux derniers chapitres (§ 1.2.1). Bien qu'ayant présenté la relation entre diversification et

---

<sup>1</sup> Pour de plus amples développements, le lecteur pourra se référer à l'article de Joffre (1999), in *De nouvelles théories pour gérer l'entreprise du XXIème siècle*, Economica Gestion, Paris, p. 143-170.

performance dans une optique contingente, dépendante de l'environnement, nous avons peu insisté sur certains facteurs de médiations de cette relation. Des questions restent en suspens qui seront abordées en fin de section (§ 1.2.2).

### **1.2.1 Evolution du lien entre diversification et performance : une synthèse**

Bon nombre de points de vue théoriques convergent pour affirmer que la diversification devrait être moindre au cours des années 80 et 90 qu'elle a pu l'être au cours des décennies précédentes. La théorie de l'agence et la théorie des coûts de transaction conduisent à remettre en cause les bénéfices potentiels d'une diversification hétérogène. On a pu en situer les causes dans l'instabilité de l'environnement qui réduit la capacité des dirigeants à gérer efficacement des activités trop diverses, ainsi que dans le développement et le perfectionnement concomitant des marchés financiers, plus à même d'évaluer la performance de projets par comparaisons intra-sectorielles. Les arguments théoriques se fondant sur les imperfections du marché des biens et services renforcent cette tendance. La recherche d'un pouvoir conglomérale par diversification, envisageable dans un environnement stable et sur des marchés nationaux restreints, devient beaucoup moins crédible lorsque les marchés s'ouvrent à la concurrence internationale et que celle-ci s'intensifie. Au contraire, les entreprises visent alors plus la recherche d'un pouvoir de marché par concentration de leurs ressources dans un nombre de projets et de secteurs limités. La théorie fondée sur les ressources offre, elle aussi, moins d'arguments en faveur d'une diversification lorsque les ressources financières se tarissent sous l'effet d'une croissance faible et instable (années 70 début 80) ou d'une augmentation des besoins (années 80). Par ailleurs, certaines ressources rares considérées comme génériques et pouvant justifier d'un large déploiement de l'entreprise sont devenues communes dans le courant des années 70 (ressources managériales). Ces points de vue concordent et peuvent se révéler complémentaires. En adoptant un regard théorique assez large, il est possible de déceler dans la période étudiée une baisse tendancielle des coûts de transaction sur les marchés qui se traduit par un élargissement des mécanismes de marché au détriment des mécanismes d'organisation hiérarchique que constitue l'entreprise. On jette ainsi un éclairage sur l'importance croissante prise par la théorie des ressources dans l'analyse stratégique à partir des années 90. Le degré de spécificité

de certains actifs reculant avec la standardisation croissante de transactions réputées complexes, les entreprises doivent faire face à une redéfinition de leurs frontières. Elles chercheraient alors à identifier, par l'approche fondée sur les ressources, les actifs encore véritablement spécifiques autour desquels elles pourront déployer leurs activités.

Les approches théoriques de la diversification forment donc un faisceau d'explications et de délimitations de la diversification efficiente qui plaident pour une réduction de la diversité des activités des entreprises au cours des années 80 et 90. La diversification, surtout si elle se fait dans des secteurs présentant de faibles proximités, devrait se révéler (en moyenne) moins performante qu'elle ne l'a été. Ces approches théoriques ne sont pas sans effet sur les représentations communes des stratégies performantes, comme en atteste la prégnance d'un nécessaire recentrage des entreprises, parfois assimilé à une spécialisation sur une activité. Il est même possible que les représentations de la diversification qu'elles induisent contribuent, en retour, à confirmer et accentuer la plus faible performance pour les actionnaires des stratégies de diversification dans les années récentes.

Ainsi, les pratiques des analystes consistant à appréhender l'entreprise par secteur et à fonder leur évaluation sur la base de comparaisons intra-sectorielles exigent des directions générales qu'elles justifient et délimitent leurs activités et les liens qu'elles entretiennent. Elles exercent, ce faisant, une pression sur l'entreprise qui se verra pénalisée si la segmentation retenue n'est pas jugée pertinente. Compte-tenu de l'importance prise par les marchés financiers, et de la valeur boursière de l'entreprise afin de lever des fonds, mais aussi d'éviter les prises de contrôle, les entreprises se trouvent contraintes de se séparer d'activités pour éviter une décote trop importante. Les exemples d'entreprises contraintes à redéfinir le périmètre de leurs activités se sont multipliés. Aux classiques cessions « d'activités non stratégiques » (Danone en 1997 pour son épicerie (Panzani, Amora, William Saurin), Schneider pour la « haute tension » en 1998) s'ajoutent des opérations de « spin-offs » où une partie des activités est scindée de l'entité originale et cotée sur le marché. Chargeurs, groupe initialement présent dans les télécommunications, le textile et le plastique, ont « embrayé la marche » en France dès février 1996 en annonçant sa scission en deux entités distinctes :

Pathé et Chargeurs international<sup>1</sup>. La première des entités a récupéré les activités communication du groupe tandis que la seconde a repris les activités plastiques et les textiles novacel. Le succès boursier est évident : l'action a progressé de 25% moins de 4 mois après la date d'annonce (27 février 1996). Depuis d'autres entreprises ont suivi. Vivendi lorsqu'il a fait appel au marché le 14 avril 1999, pour financer l'acquisition de l'Américain US Filter, a simultanément annoncé la création d'une nouvelle entité (Vivendi Environnement regroupant les métiers de l'eau, des déchets, de l'énergie et des transports) destinée à être cotée d'ici 3 ans. L'entrée remarquée de Vincent Bolloré au capital de Bouygues (début 1999), pressant le PDG Martin Bouygues de se séparer de l'activité communication n'a apparemment pas été suivie d'effet, le « raider » breton se contentant d'empocher une confortable plus-value. Pourtant quelques mois après (juin 1999), Martin Bouygues annonçait une filialisation de son activité Bâtiment et travaux publics (entité « Bouygues construction »). Certes, le PDG assurait encore à cette occasion qu'aucune cession n'était programmée. Mais à voir les ambitions qu'il nourrit pour la branche télécommunication, les besoins en capitaux de cette activité, et l'intérêt manifesté par le second actionnaire de référence (François Pinault) pour TF1, il y a fort à parier qu'une cession est programmée. Ce dernier exemple illustre en tout cas la pression qu'exercent les marchés et certains actionnaires actifs sur les groupes diversifiés afin qu'ils clarifient leur domaine d'activité. La réorganisation entreprise par Martin Bouygues peut s'analyser comme une nécessaire division du groupe afin de ne pas risquer de tout perdre un jour.

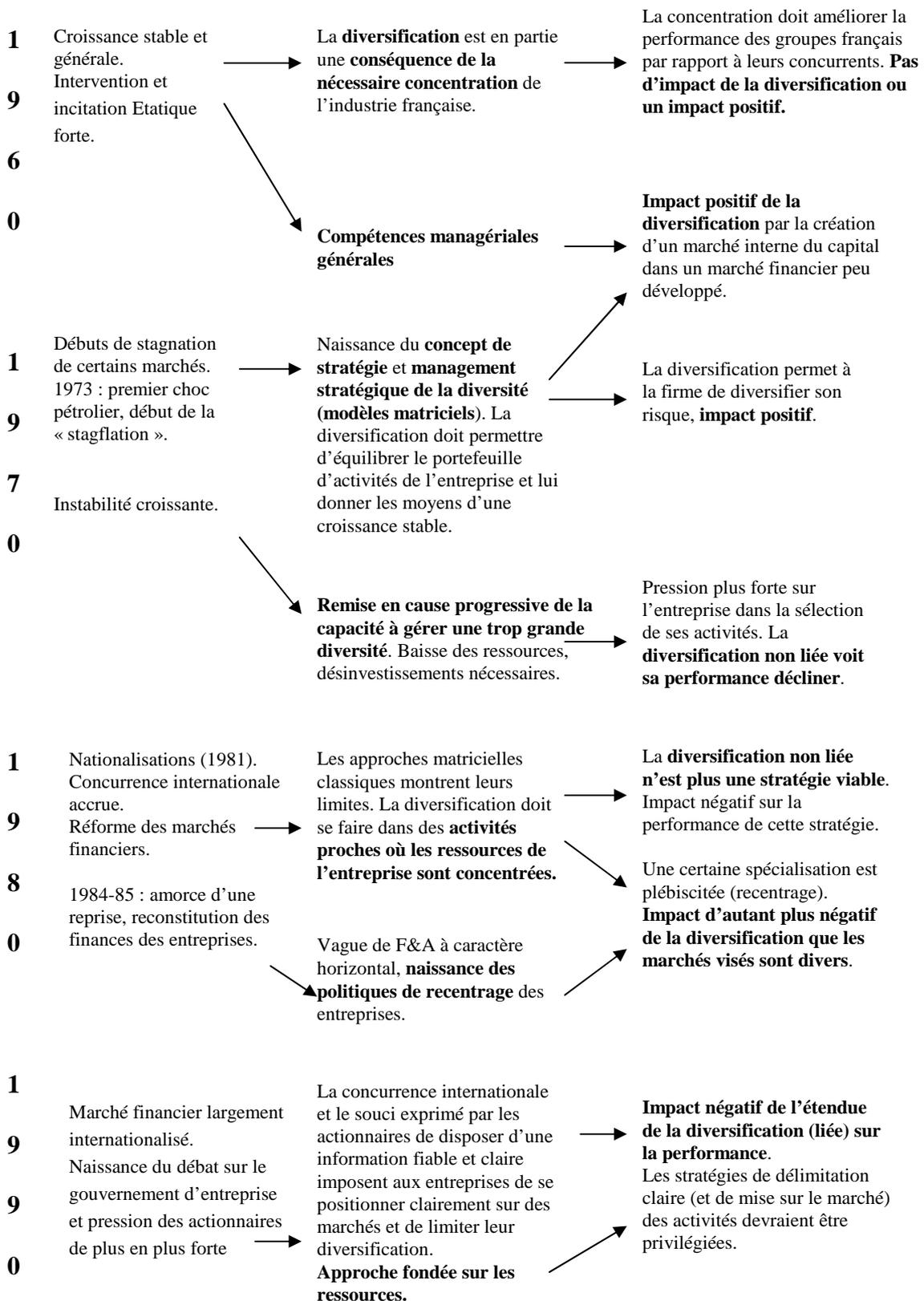
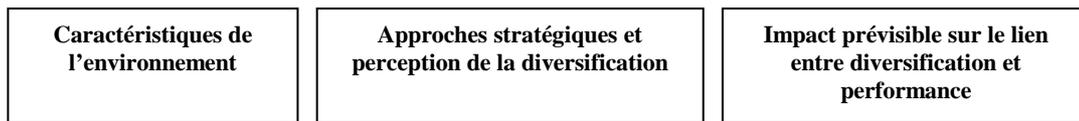
Toutes ces pratiques relèvent du mouvement de recentrage qui présente les caractéristiques d'une mode managériale. Le succès de certaines opérations alimente le mouvement et pousse les exigences des actionnaires. Nous ne prétendons cependant pas qu'il ne s'agit que d'un effet de mode. Au contraire, l'examen des motifs théoriques justifiant la diversification et de l'évolution du cadre économique au cours des dernières décennies, que nous nous sommes attachés à décrire, atteste des fondements économiques et financiers de ce

---

<sup>1</sup> L'arrivée tardive de ces opérations de « spin-off » (scission avec mise en cotation) en France est en partie due à un obstacle fiscal. Sauf à obtenir un agrément du Fisc soumis à condition (inaccessibilité des parts pendant 5 ans pour l'actionnaire principal et sa famille), les scissions sont assimilées à des liquidations impliquant une imposition immédiate des plus-values.

mouvement.

Nous pouvons retracer les évolutions constatées dans l'appréhension des stratégies de diversification, les principales modification de l'environnement et l'impact prévisible sur le lien entre diversification et performance au sein d'un schéma (cf. page suivante).



### 1.2.2 Questions en suspens

Notre démarche, illustrée par le schéma précédent, suit une séquence de détermination qui va du général au particulier. Tout au long de cette première partie, nous sommes partis des explications et du contexte général (« les conditions de base », théoriques puis économiques) pour aller vers les « structures » (développement des marchés financiers au détriment de l'Etat...) qui déterminent les stratégies et les performances qui y sont associées. Cette démarche permet de décrypter la dynamique de l'industrie et des stratégies de groupes, néanmoins elle n'envisage la séquence que de façon univoque. Or l'étude peut être affinée, au prix d'une plus grande complexité, si l'on envisage de possibles effets rétroactifs ou des boucles entre les éléments de cette séquence. En particulier les deux derniers éléments de cette chaîne - la stratégie et la performance- peuvent être inter-dépendants. Dans le même ordre d'idée, nous avons présenté la relation entre stratégie et performance comme si elle était directe. Or, à un niveau assez fin, des facteurs médiateurs de cette relation peuvent être intégrés.

Si notre analyse nous conduit à affirmer que la diversification devrait être moins performante dans la période récente qu'au cours des décennies passées, il faut admettre que nous avons passé sous silence un grand nombre de variables qui peuvent influencer cette relation. Lorsque la relation entre diversification et performance est étudiée dans une perspective contingente, il est souvent fait appel à la structure de l'entreprise comme facteur médiateur. Cette structure peut être la structure organisationnelle formelle de l'entreprise, comme dans les approches issues de la théorie des coûts de transaction (cf. le modèle de Jones et Hill (1988) exposé au chapitre 2 ou Hill et Hoskisson (1987)). Dundas et Richardson (1982) avancent par exemple que la stratégie de diversification non liée peut se révéler performante si un certain nombre de conditions sont respectées (comparabilité nécessaire des activités en terme de critère d'évaluation des performances, les divisions opérationnelles doivent être intégralement possédées....). Collis et Montgomery (1998) adoptent aussi un perspective contingente fondée sur les ressources : les ressources de l'entreprise, son organisation et ses domaines d'activités doivent être envisagés simultanément. La stratégie n'est plus alors l'antécédent unique de la performance. Le lien direct entre diversification et performance disparaît au profit d'une analyse multidimensionnelle. Le type de structure ou de ressources

qui caractérise chaque entreprise fait intervenir de nombreuses variables dans les études empiriques : les dépenses en recherche et développement, la part de l'actif immatériel dans l'actif total, le taux d'investissement, la disponibilité de ressources à court terme... qui ne peuvent pas toujours être réduites à de simples variables de contrôle. Les perspectives contingentes peuvent aussi prendre en compte les caractéristiques structurelles informelles de l'entreprise. Il en est ainsi de celles qui intègrent des préoccupations liées au gouvernement d'entreprise. Godard (1996) intercale le type de contrôle qu'exerce le conseil d'administration dans l'effet de la stratégie sur la performance, pour Denis et al. (1997), la part de capital détenue par le dirigeant doit être retenue<sup>1</sup>. La diversité des approches du lien entre diversification et performance ne facilite pas le dégagement d'une relation stable, nous constaterons dans la deuxième section qu'à cette diversité d'approches répond une diversité de mesures et de méthodes qui compliquent l'analyse des études empiriques sur la question.

Même si l'on s'en tient à une simple relation directe entre diversification et performance, certaines questions restent relativement peu étudiées. Il en est ainsi du problème du sens de causalité entre diversification et performance. La plupart des études théoriques et empiriques n'envisagent que l'impact du type de stratégie sur la performance sans considérer que la performance globale de l'entreprise (voire de ses activités) puisse avoir un impact sur son niveau de diversification. Pourtant cette question est sous-jacente dans plusieurs approches théoriques.

Dans le champ de l'économie industrielle, ce sont des effets liés aux secteurs industriels qui pourraient justifier d'une influence du niveau de profitabilité de l'entreprise sur sa diversification. Christensen et Montgomery (1981) ont ainsi remis en cause les résultats de Rumelt (1974) en arguant que les effets liés au secteur industriel pouvaient largement dépasser les effets des types de diversification sur la performance. Or Rumelt (1974, p. 82) avait déjà soulevé le problème et posé la question du sens de causalité lorsqu'il écrivait « pour de nombreuses entreprises, la diversification est un moyen employé pour échapper aux perspectives déclinantes dans leur domaine d'activité traditionnel. Une faible performance

---

<sup>1</sup> C'est la perspective qui sera retenue dans la seconde partie de la thèse.

absolue est souvent le résultat de l'insertion dans un secteur hautement compétitif, non innovant et de faible croissance ». La diversification entreprise par Bouygues dans les télécommunications pourrait correspondre au comportement décrit lorsque l'on voit la faible performance et croissance de ses activités traditionnelles dans le BTP. Dans cette perspective, ce n'est pas la faible performance de l'entreprise en soi qui détermine sa diversification, mais les faibles perspectives qu'offre son principal secteur d'activité. Au niveau empirique, on doit donc prendre en compte l'impact de la profitabilité du secteur industriel sur le niveau de diversification ou la tendance à se diversifier de l'entreprise. Stimpert et Duhaime (1997) ont réalisé ce test, ils trouvent que les firmes qui opèrent dans des secteurs industriels présentant une faible profitabilité (en terme de rentabilité des actifs) ont en effet plus de chance de diversifier leur production.

Le point de vue des ressources permet de poser l'hypothèse d'une relation inverse : une bonne performance de l'entreprise (en terme de génération de cash-flows) pourrait entraîner une diversification plus importante et moins liée. La disponibilité de liquidités (ressources financières) est une condition nécessaire à une diversification non liée. Chatterjee et Wernerfelt (1991), en supposant que le dirigeant gère dans l'intérêt des actionnaires (maximisation de la valeur de l'entreprise), suggèrent que l'entreprise mettra plus probablement en œuvre une diversification non liée si elle dispose essentiellement de ressources génériques telles les ressources financières. En effet, les dirigeants, conscients du mauvais accueil que risque de recevoir l'annonce d'une acquisition non liée auprès des actionnaires, n'entreprendront cette opération (qu'ils jugent profitable) que s'ils disposent de fonds en interne. Les firmes moins performantes, générant moins de fonds en interne, auront plutôt recours au marché pour leur financement, elles privilégieront alors les acquisitions horizontales ou les diversifications liées. Ainsi les firmes initialement performantes, en terme de génération de cash-flows, pourraient favoriser une plus large diversification qui se révélerait performante ex-post. Remarquons que le mécanisme qu'ils décrivent n'est valable que si le dirigeant se fait le serviteur dévoué de ses actionnaires. Nous verrons dans la seconde partie que, selon une perspective plus proche de l'agence, la disposition de ressources financières internes peut, certes, favoriser une large diversification, mais que celle-ci serait entreprise dans l'intérêt du dirigeant et ne conduirait pas à une bonne performance ex-post de

l'entreprise (cf. théorie du « free cash flow » de Jensen (1986)). Chatterjee et Wernerfelt (1991) corroborent partiellement leur hypothèse : ils observent que les firmes disposant initialement de plus de liquidités disponibles sont plus enclines à entreprendre des diversifications non liées. Néanmoins c'est surtout la disponibilité de liquidité à long terme, due à une capacité d'emprunt (faible endettement) non saturée, qui influe sur la diversification. La capacité à générer des fonds en interne n'est que faiblement associée à la tendance stratégique que révèlent les acquisitions. Si ces auteurs ne parviennent pas vraiment à corroborer leur hypothèse, nous pouvons cependant retenir de leur modèle qu'il prévoit un impact du niveau initial de performance de l'entreprise sur sa tendance stratégique. Le sens de causalité envisagé est opposé à celui le plus souvent postulé.

Des études empiriques ont tenté de vérifier si le niveau de performance de l'entreprise a un impact sur la stratégie de diversification sans invoquer une théorie particulière<sup>1</sup>. Celle de Grant, Jammine et Thomas (1988) est particulièrement intéressante dans le sens où elle met en rapport non seulement des variables de niveau de diversification et de performance, mais aussi les variations dans ces variables au cours du temps. Les auteurs observent alors une faible association entre la diversification par produit (en niveau et en variations) et le niveau ou la variation de la rentabilité des actifs. Les tests qu'ils mènent les incitent cependant à suspecter une causalité qui va plutôt du niveau initial de profitabilité vers la variation subséquente du niveau de diversification. Lang et Stulz (1994) observent un lien négatif entre le niveau de diversification et le q de Tobin. Ils abordent alors la question de la causalité et cherchent à savoir si c'est la diversification qui entraîne une baisse de la mesure de performance, ou si c'est le (faible) niveau de performance initial qui pousse les firmes à se diversifier. Ils observent que les firmes initialement mono-activité qui entrent dans un nouveau secteur au cours de la période ont un q et des performances comptables plus faibles que leurs homologues qui n'ajoutent pas de secteur d'activité. Néanmoins, leur q n'est pas différent de

---

<sup>1</sup> En général, dans les études qui ne mettent pas en avant un motif particulier justifiant l'impact de la performance sur la diversification, on retrouve les deux points de vue théoriques exposés : effets sectoriels ou théorie des ressources. D'autres justifications, plus comportementales et se centrant sur le dirigeant sont parfois avancées. La théorie des perspectives (« prospect theory ») suggère que les entreprises fixes leur objectif en fonction des moyennes sectorielles. Les firmes en deça de la moyenne entreprendraient des stratégies de développement plus risquées, par exemple des diversifications non liées (Hoskisson et Hitt, 1990).

celui des firmes mono-activité de leur secteur industriel. Ils concluent donc que les firmes peu performantes tendent à se diversifier, mais que cela est plus lié à un effet d'appartenance sectorielle que de niveau de performance en soi.

En conclusion, bien que les résultats d'études empiriques n'aillent pas toujours dans le même sens, ils suggèrent que le sens de causalité le plus souvent postulé d'un impact de la diversification sur la performance n'est pas systématiquement dominant. Suivant le point de vue théorique que l'on retient, les prédictions quant à l'impact de la performance sur la diversification peuvent varier. Nous intégrerons donc la possibilité d'une relation non récursive entre diversification et performance dans la partie empirique de notre thèse (cf. seconde partie).

Au delà de cette question particulière, la synthèse de la relation entre diversification et performance que nous avons réalisée, nous conduit à prévoir un lien entre diversification et performance moins favorable à la diversification dans la période récente. Nous étudions dans la prochaine section si l'instabilité envisagée de la relation entre diversification et performance ressort des résultats d'études empiriques.

## **SECTION 2 : Résultats empiriques des études de la relation entre diversification et performance**

Notre analyse de l'influence de l'environnement de l'entreprise sur la performance des stratégies de diversification a fait ressortir la période récente comme moins favorable aux larges diversifications. Il s'ensuit que les niveaux élevés de diversification devraient apparaître comme moins performants à partir des années 80 dans le cadre français. Diversification et performance devraient être plutôt positivement liées (ou sans lien apparent) durant les années 60 et 70, puis les stratégies de faible diversification ou de spécialisation devraient être associées à des niveaux de performance supérieurs. Plusieurs obstacles s'opposent cependant à la mise en évidence d'une périodisation de la relation. D'une façon générale, ceux-ci tiennent à la diversité des méthodes et mesures utilisées. Dans le cadre

français un obstacle supplémentaire tient au nombre relativement faible d'études recensées. Nous traiterons de ces obstacles dans un premier temps (§ 2.1). Face au faible nombre d'études françaises, nous chercherons des indices d'une instabilité de la relation suivant le contexte dans les études étrangères et internationales. Certaines proximités dans les conditions économiques des pays développés nous permettront de vérifier que la diversification des entreprises s'avère être en moyenne faiblement performante pour les actionnaires (§ 2.2). Sans être catégorique, notre analyse pourra alors être partiellement validée.

## **2.1 Les obstacles : diversité des méthodes et mesures et faible nombre d'études sur le marché français**

La diversité des mesures de la diversification et de la performance constitue le premier obstacle dans l'établissement de conclusions tranchées concernant le lien entre diversification et performance (Ramanujam et Varadarajan 1989). On a déjà présenté les principaux outils des mesures de la diversification (cf. chapitre 1). Les mesures de la performance sont aussi variées. Enfin l'étude du lien entre ces deux éléments fait aussi l'objet de variantes. Nous passons en revue les principales mesures de performance utilisées et les méthodologies de recherche qui leur sont associées. Deux grandes catégories d'études peuvent être distinguées : la première se fonde sur des mesures comptables de la performance et a souvent recours aux mesures catégorielles de la diversification. La seconde, plus récente, adopte une approche plus boursière de la performance et mesure la diversification à partir de nomenclatures et de mesures continues. Bien entendu, certaines études empruntent à ces deux grandes catégories. Compte-tenu de cette diversité et du faible nombre d'études dans le cadre français, il est difficile de parvenir à des conclusions tranchées sur l'évolution du lien entre diversification et performance.

### 2.1.1 Les mesures de performance traditionnelles des entreprises<sup>1</sup>

En plus de la variété des mesures de la diversification, deux grands types de mesures de performance sont employés. Les premières études ont adopté une approche de la performance de l'entreprise à partir d'indicateurs comptables<sup>2</sup>. Du point de vue des actionnaires uniquement, un indicateur adéquat est alors la rentabilité des capitaux propres (Return on Equity (ROE), résultat courant après impôts / capitaux propres). Mais parce que la performance pour les actionnaires n'est pas, en dehors du cadre théorique restreint néo-classique (Charreaux, 1998b), indépendante de celle réalisée auprès d'autres partenaires (les autres créanciers financiers en particulier), les mesures utilisées sont souvent plus larges. Elles incluent des ratios tels que le « ROA » (Return on Assets, [(résultat courant après impôt+les charges financières\*(1-taux d'imposition)]/ total des actifs nets), ou le ratio « ROI » (Return on Invested Capital) qui en est assez proche (même numérateur que le ROA, le dénominateur étant le total du passif hors exploitation). La performance est aussi parfois appréciée à partir de la capacité de l'entreprise à dégager des liquidités, les « cash-flows » se trouvent alors au numérateur des ratios. Ces mesures ont souvent fait l'objet de critiques. Il leur est reproché d'être manipulables par la direction, approximatives<sup>3</sup> et non systématiquement comparables suivant les normes adoptées. De plus, les premières études n'ont pas tenu compte du risque associé au niveau de profitabilité observé<sup>4</sup>.

Des études adoptant une optique plus financière leur ont succédé qui ont eu recours à

---

<sup>1</sup> Il s'agit ici de présenter rapidement les différentes mesures de performance que l'on a pu rencontrer dans les études du lien entre diversification et performance. Pour un exposé concis mais plus détaillé des mesures de performance et de leurs enjeux, cf. Charreaux, « La mesure de performance des entreprises », Banque et Marchés, 34, mai-juin 1998, p. 46-51.

<sup>2</sup> L'annexe 1 fournit un survol d'études sur le lien entre diversification et performance au niveau des firmes et des opérations d'acquisition. Celles-ci sont classées par ordre chronologique suivant la période étudiée, dans un cadre étranger puis dans le cadre français. Il y apparaît une prédominance des mesures comptables de la performance pour les premières d'entre elles. Les mesures boursières sont plus fréquentes à partir du milieu des années 80.

<sup>3</sup> Le caractère approximatif des données comptables est lié aux principes comptables : l'enregistrement à la valeur historique de l'actif immobilisé fausse les comparaisons. Les valeurs de flux sont aussi concernées : l'appréhension d'un risque (et la constitution d'une provision) varie suivant les entreprises et peut donner libre cours aux manipulations par la direction...

<sup>4</sup> Selon Ramanujam et Varadarajan (1989), il faut attendre l'article de Montgomery et Singh (1984) pour que soit démontré l'importance de la prise en compte du risque dans les études ayant recours aux mesures comptables.

des indicateurs de performance liés au marché. Ces mesures se fondent sur la valorisation de l'entreprise par les actionnaires pour en mesurer la performance. Elles ne présentent pas (ou dans une moindre mesure) les faiblesses des mesures comptables. Parmi celles-ci, on trouve les indices de Sharpe, Treynor ou Jensen qui sont intégralement issues de données boursières. L'indice de Sharpe rapporte l'excès de rentabilité moyenne de la firme au taux moyen sans risque sur la même période à l'écart-type des rentabilités du titre de la firme. L'indice de Treynor prend aussi en compte le risque, mais cette fois seule sa composante systématique estimée intervient au dénominateur. L'indice de Jensen est aussi fondé sur le MEDAF. Des mesures faisant appel à la valorisation boursière, mais aussi à des données comptables se rencontrent aussi assez fréquemment. Il s'agit principalement du  $q$  de Tobin estimé correspondant au rapport de la valeur de marché de la firme à la valeur de remplacement des actifs. La valeur de marché est alors estimée à partir de la capitalisation boursière de la firme et de la valeur estimée (à partir de données comptables le plus souvent) de ses dettes. La valeur de remplacement de l'actif est estimée à partir des données comptables de l'actif, quand elle n'est pas tout simplement approximée par ces valeurs comptables<sup>1</sup>. D'autres ratios sont parfois utilisés, par exemple le ratio de Marris qui rapporte la capitalisation boursière de la firme à la valeur comptable de ses capitaux propres. Il se trouve de ce fait plus proche de l'intérêt des actionnaires que le  $q$  de Tobin qui est une mesure plus large de la performance. Enfin, certaines études mêlent données comptables et boursières en reprenant les ratios comptables déjà présentés mais en ayant recours aux mesures de marché pour ce qui est des dénominateurs. Il va de soi qu'une prise en compte explicite du risque de l'entreprise est nécessaire dans ce dernier cas<sup>2</sup>.

Il est clair que les mesures fondées sur les valeurs de marché sont supérieures aux mesures purement comptables. Les mesures de marché peuvent en outre être distinguées suivant leur caractère ex-post (Sharpe, Treynor, Jensen) ou ex-ante ( $q$  de Tobin, ratio de

---

<sup>1</sup> Nous reviendrons sur les estimations du  $q$  de Tobin dans la partie empirique de la thèse. Pour une vue générale (et la proposition d'une démarche originale d'estimation à partir de données comptables) le lecteur pourra consulter Lewellen et Badrinath (1997), « On the measurement of Tobin's  $q$  », *Journal of Financial Economics*, 44, p. 77-122.

<sup>2</sup> La prise en compte du risque est implicite dans le  $q$  de Tobin ou le ratio de Marris puisque ces ratios intègrent (au numérateur) l'équivalent de cash-flows actualisés.

Marris). Ces deux points de vue sont complémentaires. Nous serons contraints de nous fonder sur les résultats issus majoritairement de mesures comptables pour l'étude du lien entre diversification et performance au cours des années 60 et 70. Aucune mesure de performance n'est rejetée a priori, même si notre propre étude empirique (cf seconde partie) de la relation sera fondée sur des mesures de marché ex-ante.

### **2.1.2 Performance des entreprises et performance des opérations stratégiques**

Nous avons insisté sur l'importance prise par les acquisitions dans les politiques de développement des entreprises à partir du milieu des années 80. A côté d'une mesure de performance globale de la firme, une mesure de la performance d'opérations stratégiques (acquisitions, désinvestissements) peut être utile dans l'étude de la diversification de l'entreprise. La performance est alors envisagée dans un cadre moins statique que précédemment. Les techniques qui consistent à étudier la performance attribuable à une opération particulière peuvent être rassemblées sous le terme générique d'études événementielles. Ces techniques observent les variations d'indicateurs de performance autour de l'événement considéré. Les indicateurs peuvent être des indicateurs comptables ou des indicateurs de marché. Nous nous contenterons de présenter le principe de ces mesures de performance, nous exposerons dans la partie empirique (seconde partie de la thèse) plus en détail la construction et les problèmes spécifiques des mesures que nous emploierons.

La technique des études événementielles consiste à observer la performance autour de l'événement par rapport à un indicateur de performance considérée comme normale. Lorsque des indicateurs comptables sont utilisés, la fenêtre d'observation est très large (plusieurs années). En général, la norme est alors calculée en référence aux médianes sectorielles du secteur principal de l'entreprise. Celle-ci est affinée en ne prenant en compte dans son calcul que les entreprises de taille et/ou de niveau de profitabilité proches de ceux de l'entreprise

étudiée avant l'événement (Barber et Lyon, 1996)<sup>1</sup>. La performance de l'entreprise étudiée est dite anormale si elle se départit de la norme ainsi définie sur la fenêtre d'observation. Si l'on opte pour une mesure de marché, l'indicateur retenu est le plus souvent les rentabilités au moment de l'annonce et/ou de la réalisation de l'opération. La norme est alors définie en référence à un modèle, en général le modèle de marché (Servari 1992). Les paramètres de la droite de marché sont estimés sur une période antérieure à l'événement, ils permettent de fixer la rentabilité considérée comme normale. Ces rentabilités normales sont alors comparées aux rentabilités réelles de la fenêtre d'observation, les écarts observés sont dits anormaux et imputés à l'événement étudié.

### **2.1.3 La mise en évidence du lien entre diversification et performance**

La plupart des études travaillent avec des données de panel. Le lien entre diversification et performance fait donc rarement l'objet d'études longitudinales, tout au plus le même échantillon est-il observé à différentes périodes. Mesures de performance et de diversification sont alors mises en relation à travers des comparaisons de moyennes, de variances, de covariances en intégrant ou non des variables de contrôle. La technique la plus souvent recensée dans notre survey (cf. annexe 1) reste la technique des régressions multiples.

Dans les études récentes, l'approche dite « Chop-Shop » revient fréquemment. Elle mérite d'être rapidement exposée car elle ne s'assimile pas totalement aux mesures et techniques générales présentées jusqu'ici. C'est Lebaron et Speidell (1987) qui ont initié cette approche consistant à considérer une firme diversifiée comme un portefeuille de divisions spécialisées et à calculer la décote ou surcote qui affecte cette firme par rapport au portefeuille. Dans un premier temps, le ratio médian (ou moyen) de la valeur de marché (dettes+capitaux propres) à un indicateur comptable (actifs, ventes ou résultat) *des firmes monoactivités* exerçant dans un des secteurs d'activité de la firme diversifiée étudiée sont

---

<sup>1</sup> La médiane est choisie comme référence de préférence à la moyenne car elle ne subit pas les biais liées aux valeurs extrêmes. La limitation de l'échantillon de contrôle (i.e. échantillon de calcul de la norme) suivant un critère de profitabilité avant l'événement permet d'éviter le biais qui pourrait résulter d'un effet « mean reverting » (retour à la moyenne) les firmes surperformantes à une période risquant d'être sous-performante à une autre... de nombreuses variantes sont possibles, nous n'entrons pas dans les détails.

calculés. La valeur calculée « théorique » de la firme diversifiée est alors obtenue en faisant une moyenne des ratios médians calculés pondérée par la part que représente l'indicateur comptable (actifs, vente ou résultat) dans le secteur correspondant de la firme diversifiée. Il est alors possible de calculer une décote ou surcote liée à la diversification en faisant le rapport (ou son logarithme) de la véritable valeur de marché de l'entreprise à sa valeur telle qu'on vient de la calculer.

La répartition par secteur d'activité est la donnée la plus fréquemment disponible dans les études recensées. On peut illustrer clairement la démarche en proposant une visualisation des étapes de calcul. Soit une firme diversifiée  $j$  intervenant dans  $i$  secteurs d'activités (définis au niveau SIC2, 3 ou 4). La première étape consiste à calculer la médiane, pour les firmes monoactivité de chaque secteur  $i$ , du ratio (Valeur de marché estimée/ ventes de la firme monoactivité) que nous appellerons ratio  $i$ . La valeur calculée ou imputée ressort alors de la formule :

$$valeur\_calculée = \sum_i ratio_i \times ventes_i \quad \text{où } ventes_i \text{ représente les ventes de}$$

l'entreprise diversifiée dans son  $i$ ème secteur.

La valeur en excès est alors appréciée par le ratio :

$$valeur\_en\_excès = \text{Log} \left( \frac{vraie\_valeur}{valeur\_calculée} \right)$$

Cette « valeur en excès » de l'approche « chop shop » fait ensuite l'objet des mêmes traitements que les mesures classiques de performance<sup>1</sup>. Elle est en particulier en tant que variable expliquée dans des régressions qui intègrent, en plus de variable de mesure de la diversification, des variables de contrôle (taille, endettement...).

La multiplication des mesures et méthodes rend difficile le dégagement de tendance

---

<sup>1</sup> La démarche proposée est la plus simple et la plus utilisée. Klein (1997) limite les biais que pourrait entraîner la faible taille que présentent en général les firmes monoactivité par rapport aux divisions sectorielles des firmes diversifiées en ne prenant que des firmes monoactivité de taille comparable à celle des divisions dans le calcul du «  $ratio_i$  ».

nette entre diversification et performance. Les études déjà réalisées sur la relation diversification performance sont souvent répliquées avec des mesures ou méthodes différentes et conduisent à des conclusions parfois différentes. A cela s'ajoute une périodisation des méthodes employées qui rend délicat l'étude d'une évolution du lien entre diversification et performance à travers le temps. Les premières études (années 70) ont majoritairement recours à des indicateurs comptables de la performance et des mesures catégorielles de la diversification. Les mesures boursières de la performance se sont développées au cours des années 80, et la tendance récente met en relation des mesures boursières avec des mesures continues de la diversification ou utilise l'approche « Chop Shop ». Les études d'événement qui étudient la performance d'opération de diversification sont cependant un peu plus homogènes, et certaines études (américaines) se sont intéressées à l'évolution du lien sur une longue période. Lorsque les études sont nombreuses, comme c'est le cas aux Etats-Unis, des tendances peuvent donc être dégagées, mais le problème devient plus aigu lorsque l'on s'intéresse au marché français.

## **2.2 La périodisation du lien entre diversification et performance à l'épreuve des résultats empiriques**

Nous passons en revue les résultats obtenus dans les études liant diversification et performance sur la période 1950 à nos jours. Ces études peuvent mettre en rapport la performance globale de l'entreprise avec son niveau de diversification à un moment donné, ou observer la performance lors d'opérations stratégiques ayant un impact sur la diversification (acquisitions et désengagements). L'annexe 1 (cf. fin de volume) fournit un aperçu rapide de ces études, classées chronologiquement suivant la période étudiée, concernant la performance globale de l'entreprise et sa performance en rapport avec la logique économique ou stratégique lors d'acquisitions. Après avoir constaté que le nombre relativement faible d'études sur le marché français ne nous permet pas de formuler une conclusion tranchée sur l'évolution de la relation, nous nous tournerons vers les études étrangères (§2.2.1). En effet, des proximités apparaissent dans les conditions économiques par période des pays développés qui nous permettront de rassembler, à partir d'études plus nombreuses, des indices quant à une instabilité du lien entre diversification et performance (§ 2.2.2).

### 2.2.1 Diversification et performance dans le cadre français

Le nombre d'études du lien entre diversification et performance des firmes françaises est très faible. Nous en avons rassemblé seulement 4 (cf annexe 3)<sup>1</sup>. A celles-ci, on peut ajouter les études d'opérations stratégiques (acquisitions, désinvestissements) lorsqu'elles prennent en compte la logique économique ou stratégique de l'opération. Là encore, les études menées dans un cadre français sont rares. Aucune des études sur les acquisitions, quelle que soit la période, ne prend en compte explicitement la logique économique ou stratégique de l'opération lorsqu'il s'agit d'en évaluer la performance<sup>2</sup>. Les études portant sur les désengagements (Cadiou 1990, Perdreau 1998, Sentis 1998) offrent quelques informations, elles souffrent cependant de ne considérer que la période récente.

Pour 78 groupes industriels français dont le comportement stratégique est stable sur la période 1976-1980, Louitri (1984) parvient, au moyen de comparaisons de moyennes par échantillon et de régressions, aux résultats suivants :

- la nature de la diversification (liée vs. non liée) n'a pas d'impact significatif sur la performance (financière et d'exploitation) des firmes : les firmes dont les activités sont liées ne réalisent pas des taux de rentabilité supérieurs et des niveaux de risque sensiblement inférieurs aux firmes pratiquant une diversification plus hétérogène,
- les groupes à activités non liées réalisent des niveaux de risque (mesuré par l'écart-type des taux de marge, des PER ou d'une combinaison de ces écart-types calculés sur la période 1976-1980) significativement inférieurs à ceux des firmes qui disposent d'activités liées,
- les groupes à activités non liées souffrent d'un PER moyen (Price earning ratio, rapport du cours de l'action aux bénéfices) inférieur à celui des entreprises non diversifiées ou à

---

<sup>1</sup> Notre survol n'est pas exhaustif, certaines études se limitant à un secteur d'activité n'ayant pas été prises en considération.

<sup>2</sup> Les études sur les F&A dans un cadre français ne sont pourtant pas rares : Navatte (1978), Allouche (1981), Husson (1988), Jarry-Lethu (1992), Boissin (1994), Charlety-Lepers et Sassenou (1994), Dumontier et Humbert (1996), Dumontier et Pecherot (1998).

diversification liée sur la période.

Globalement il ne ressort donc pas de différence significative entre les 6 catégories stratégiques que retient Loutri (1984)<sup>1</sup>. La diversification hétérogène (non liée) ne semble pas moins performante que les autres types de stratégies : elle réalise des niveaux de performance financière (taux de rentabilité des capitaux propres et des capitaux permanents) et de performance d'exploitation (taux de marge) non significativement inférieurs, alors qu'elle permet de réduire le risque d'exploitation et financier des firmes. La réduction du risque qu'elle réalise pourrait même faire apparaître la diversification comme relativement performante, mais cette conclusion est à nuancer dans la mesure où le PER moyen de ces firmes est inférieur à celui des autres. Ainsi, si l'on observe ce qui peut être interprété comme une légère défiance des actionnaires envers les stratégies de diversification non liée à la fin des années 70 (faible PER), une diversification large ne semble pas avoir d'impact sensiblement négatif sur la performance pour les actionnaires.

Cette conclusion est renforcée par l'étude de Camus et Rousset (1980), qui bien que moins riche dans les tests conduits et l'appréhension de la diversification, ne conclut pas à une performance financière supérieure des firmes spécialisées par rapport à l'ensemble des firmes plus diversifiées dans l'industrie française. Ces derniers comparent les performances (différents ratios comptables) des firmes qui réalisent plus de 90% de leur chiffre d'affaires dans un secteur principal (niveau assez fin NAF 600) à celles moins spécialisées (30 000 entreprises françaises). Globalement, il ne ressort aucune différence. Une analyse menée par secteur fait ressortir un léger avantage pour les firmes spécialisées dans quelques secteurs concernant la rentabilité des capitaux engagés (10 grands secteurs sur 27). Mais ces résultats restent difficiles à interpréter dans la mesure où des données uniquement comptables sont utilisées et qu'il n'est pas explicitement tenu compte du niveau de risque. Par ailleurs, une plus faible dispersion (en coupe instantanée) des indicateurs de rentabilité au sein des firmes réputées diversifiées dans ces secteurs peut laisser penser que les firmes diversifiées ont des niveaux de risque plus faibles que les firmes spécialisées.

---

<sup>1</sup> Seules les firmes verticalement intégrées se distinguent dans la comparaison par catégorie stratégique : elles sont moins performantes et montrent des niveaux de risque supérieur aux autres catégories.

Sur la base de ces deux études, nous ne pouvons affirmer avec certitude que la diversification se révélait profitable ou destructrice de valeur pour les actionnaires au cours des années 70. Aucun indice ne vient cependant affirmer qu'un type de stratégie ou de diversification exerce un effet négatif sur la performance. Les quelques études s'intéressant aux années 80 et 90 recensées ont recours à des méthodes très diverses qui réduisent les inférences possibles sur l'évolution du lien entre diversification et performance.

Maurer (1998) a conduit une étude, sur 74 firmes françaises cotées au règlement mensuel sur la période 1986-1990, visant à tester la stabilité de la relation entre diversification et performance au cours des phases de cycles boursiers. Plusieurs résultats ressortent de son analyse. En premier lieu, l'effet des types (6 catégories) et de la nature (liée vs. non liée) des stratégies sur la performance est modéré par l'influence du cycle boursier. Il convient donc d'analyser le lien entre stratégie et performance en fonction de la phase haussière ou baissière des cycles. Ce premier résultat, s'il mérite d'être pris en considération, n'est pas aussi intéressant qu'il le semble pour nous, dans la mesure où les cycles déterminés sont très courts (4 cycles sur la période 1986-1990). Les résultats qu'il obtient concernant l'impact de la nature et du type de stratégie sur la performance des firmes sont intéressants et étonnants. *Dans les marchés baissiers*, les diversifications non liées se révèlent ainsi plus performantes (indice de Sharpe) que les diversifications liées. Remarquons que Maurer compare les stratégies suivant leur nature en opposant les types de stratégies suivant plusieurs regroupements possibles (plus ou moins liées vs. spécialisées, non liées vs. activités dominantes et activités liées contraintes...). Ainsi, plus une firme est largement diversifiée, plus elle se révélera performante dans un contexte de marché baissier. Ce résultat est en complète contradiction avec les observations d'études étrangères<sup>1</sup> et avec nos attentes d'un lien négatif entre l'étendue de la diversification et la performance sur la période récente quelle que soit la phase du cycle boursier. *Dans un contexte de marché haussier*, les résultats obtenus

---

<sup>1</sup> Nous renvoyons le lecteur au paragraphe suivant pour les résultats d'études étrangères. En règle générale, l'hypothèse inverse d'un impact négatif prononcé de la diversification non liée en période « dépressive » est avancée (Hill 1983, Lubatkin et Chatterjee 1991). Cela tiendrait en particulier à l'incapacité de la direction générale à répondre à l'ensemble des problèmes que peuvent alors rencontrer les divisions. On peut toujours discuter des résultats au regard de la définition des phases (un indicateur réel, type PIB, sera vraisemblablement retardé par rapport aux cycles boursiers), de leur longueur...et du contexte général dans lequel elles sont définies (années 70 (Lubatkin et Chatterjee 1991) vs. fin des années 80).

diffèrent sensiblement : cette fois la nature de la stratégie (activités liées vs. activités non liées) ne discrimine pas les entreprises, par contre le type de stratégie importe : la stratégie d'activité dominante (forme modérée de spécialisation) est alors la plus performante. Encore une fois, ce résultat contredit nos attentes : certes une stratégie de relative spécialisation s'avère alors plus performante, mais l'étendue de la diversification n'a pas l'impact attendu sur la performance des entreprises.

Les résultats obtenus par Maurer (1998) vont donc à contresens de nos attentes : l'étendue de la diversification peut, en moyenne, se révéler profitable dans la période récente en cas de phase boursière « dépressive », tandis qu'une catégorie unique de relative spécialisation (activité dominante) exhibe une performance supérieure seulement dans des contextes de marchés haussiers. Godard (1996) avec des mesures de performance et de diversification proches de celles de Maurer, mais une méthodologie et un objet de recherche différents, obtient des résultats plus conformes à nos attentes. Godard (1996) étudie, dans le cadre de modèles structurels, les liens qu'entretiennent le conseil d'administration, la stratégie et la performance. Quatre catégories stratégiques de diversification croissante sont retenues, la performance est mesurée par différents ratios : indice de Sharpe, ratio de Marris et  $q$  de Tobin. Le cadre structurel retenu envisage plusieurs effets possibles de la diversification sur la performance : un effet direct et un effet indirect via le conseil d'administration, étant donné que la composition du conseil d'administration (et son contrôle) et le type de stratégie mis en place sont censés pouvoir s'influencer mutuellement. Quelle que soit la mesure de performance employée, les résultats sont convergents : le degré de diversification influence négativement la performance. Ce résultat n'est toutefois significatif qu'avec le ratio de Marris. Cet impact négatif peut être décomposé en deux effets opposés : un effet direct négatif de la diversification sur la performance, un effet indirect positif plus faible via le meilleur contrôle par le conseil d'administration qu'induisent les stratégies de diversification large<sup>1</sup>.

Les études portant sur les désengagements opérés par les entreprises françaises peuvent

---

<sup>1</sup> Sans que l'on puisse affirmer qu'il existe une relation causale allant du type de stratégie à la composition et au contrôle du conseil d'administration plutôt que dans le sens opposé (son modèle ne converge pas si la relation est envisagée de façon non récursive), l'effet de la stratégie sur le conseil est plus fort et significatif que l'effet du conseil sur la stratégie.

venir compléter ce premier aperçu de l'impact de la diversification sur la performance globale des firmes françaises. Bien entendu, tous les désinvestissements n'entraînent pas les mêmes conséquences du point de vue de la diversification de la firme cédante. Certains peuvent être de trop faible importance pour engager un mouvement stratégique perceptible. Les motifs sont variés (Sentis 1998) : le désinvestissement peut répondre à un besoin de liquidités ou être la conséquence d'une faible rentabilité de l'actif cédé, auquel cas il risque de ne pas avoir de conséquence sensible sur la diversification de l'entreprise. Le désinvestissement peut aussi correspondre à un redéploiement : un actif est désinvesti pour financer l'acquisition d'un autre. Cette fois, les opérations peuvent être les prémices d'une diversification de l'entreprise. Reste une catégorie relevée dans les études (Perdreau 1998, Sentis 1998, Cadiou 1990) qui devrait se traduire par un moindre niveau de diversification : les « désinvestissements-recentrages ». Il s'agit d'opérations où une activité est désinvestie parce qu'elle ne s'insère plus dans la gamme d'activités déployée par l'entreprise. Le produit de la vente sert en général au désendettement de l'entité cédante (Perdreau 1998, Sentis 1998), il peut aussi être réinvesti dans une autre activité déjà existante. Nous nous concentrons donc sur les résultats d'études reportant une catégorie de désinvestissement s'assimilant au recentrage et pouvant être considérée comme des opérations de « dé-diversification ».

Les résultats des trois études relevées (Cadiou 1990, Perdreau 1998, Sentis 1998) sont convergents : les désinvestissements « recentrages » s'avèrent favorablement perçus par les actionnaires au cours des années 80 et au début des années 90<sup>1</sup>. Les méthodologies d'études événementielles avec indicateur boursier de ces études relèvent des rentabilités anormales positives significatives à l'annonce des opérations. De plus, lorsque plusieurs catégories stratégiques sont distinguées (Cadiou 1990, Sentis 1998), les désengagements-recentrages enregistrent les rentabilités anormales cumulées parmi les plus importantes. Ils se révèlent en outre profitables lorsque des mesures comptables de la performance sont employées (Perdreau 1998, Sentis 1998). Ces opérations, dont Perdreau (1998) montre à partir d'indices continus

---

<sup>1</sup> Le terme de « désengagements-recentrage » est celui explicitement employé par Sentis (1998) et par Perdreau (1998). Cadiou (1990) emploie le terme de « désengagements stratégiques », cette catégorie recevant une définition proche de celle retenue par les autres études. Les périodes d'études s'étendent de 1985 à 1989 (Cadiou, 20 désengagements-recentrages), de 1986 à 1992 (Perdreau, 56 désengagements-recentrages) et de 1988 à 1991 (Sentis, 25 désengagements-recentrages).

qu'elles contribuent à réduire le degré de diversification de l'entreprise, vont dans le sens d'un impact positif d'une réduction de la diversification de l'entreprise sur sa performance. Néanmoins cette conclusion doit être nuancée puisque la performance ex-ante qu'accordent les actionnaires à l'opération de désengagement n'est pas liée fortement à la variation du niveau de diversification qu'implique l'opération et ceux-ci sembleraient favoriser un rééquilibrage des activités plutôt qu'une réelle spécialisation (Perdreau, 1998).

Les résultats issus des études françaises ne nous permettent donc pas d'affirmer qu'une évolution sensible du lien entre diversification et performance est perceptible dans le cadre français. Les études concernant les années 70 ne mettent pas en évidence un type de stratégie sur-performant. L'étendue de la diversification n'a pas d'impact marqué sur la performance (Louitri, 1984). Cette période est celle où se sont développées les stratégies de diversification et où elles pouvaient bénéficier de quelques avantages selon notre analyse. Les résultats sont à peu près conformes à ceux que nous pouvions attendre. Les études portant sur la fin des années 80 et le début des années 90 conduisent à des résultats contradictoires. Pour Maurer (1998), une large diversification ne se traduit pas par une moins bonne performance, au contraire les diversifications non liées se révéleraient plus performantes dans les marchés baissiers. Dans les phases haussières, une catégorie stratégique de relative spécialisation dominerait a contrario les autres. Godard (1996) est plus catégorique dans ses conclusions : le degré de diversification influence négativement la performance. Des consultants se sont inscrits en faux contre l'idée dominante que la diversification serait destructrice de valeur pour les actionnaires au début des années 90 (Etude du Cabinet de consultants « Roland Berger », 1998). L'étude réalisée par le cabinet Roland Berger (1998), sur des grands groupes allemands et français, affirme ainsi que la diversification ne nuit pas aux actionnaires. Dans une démarche contingente liant la stratégie aux modes de contrôle internes et à la performance, les auteurs dégagent, à partir de l'observation de 70 groupes des deux pays, les conditions nécessaires à une bonne performance économique et financière des groupes diversifiés. Mais leur méthodologie n'est pas clairement présentée<sup>1</sup>, leur démarche plutôt

---

<sup>1</sup> Le document destiné au public ou clients que nous nous sommes procurés : « Stratégies de création de valeur des grands groupes multi-activités européens, synthèse des résultats » passe très rapidement sur les objectifs initiaux de la recherche et la démarche adoptée. La mise en avant des stratégies de diversification comme

inductive : c'est à partir de l'observation de groupes diversifiés et performants qu'ils affirment que la diversification reste performante et qu'ils tirent les facteurs et conditions de cette performance. Enfin leur échantillon reste relativement petit. L'étude des opérations de désinvestissement tend à confirmer la performance des stratégies visant à réduire la diversité des entreprises, mais ces résultats ne suffisent pas pour conclure que globalement la diversification est peu performante.

Le faible nombre d'études françaises ne permet donc pas de satisfaire notre objectif visant à observer un déclin de la performance des stratégies de large diversification au cours des dernières décennies. Cette carence justifie en soi la réalisation d'une étude empirique de cette relation. Ceci sera fait dans la seconde partie de la thèse sur une période récente (1991-1997). Auparavant, Il est possible de se tourner vers les études effectuées dans des marchés différents pour compléter notre tableau et tenter de trouver les traces d'une relation changeante avec le contexte économique. Certes notre analyse du contexte dans lequel a pris corps la diversification s'est concentrée sur le cadre français. Nous reconnaissons ainsi que les contextes nationaux exercent leurs influences propres sur les stratégies de diversification et leurs performances relatives. Néanmoins des conditions économiques semblables se retrouvent, avec de légers décalages, dans les différents pays développés. En particulier l'avènement d'une période de croissance plus faible, moins stable où de nombreux marchés arrivent à stagnation au cours des années 70 se retrouve dans quasiment tous les pays occidentaux. Il nous sera donc possible, tout en reconnaissant les limites de la démarche (valeurs culturelles, systèmes de financement...), de tirer parti de ses études et d'en inférer des évolutions possibles du lien entre diversification et performance en France.

### **2.2.2 Diversification et performance : les études menées à l'étranger**

Un rapide coup d'œil sur les annexes 1 et 2 montre que les études menées dans le cadre américain sont largement majoritaires. Une brève description du contexte américain et de son évolution au regard de la relation entre diversification et performance permettra d'en

---

stratégies « performantes » (cf. Le Monde, 21/03/98, p. 20) peut avoir un but publicitaire face à la tendance dominante à privilégier le « recentrage ».

apprécier les similitudes et les différences avec le cadre français (§ 2.2.2.1). Il nous sera alors possible de tirer quelques inférences pour notre objet des résultats américains (§ 2.2.2.2).

### ***2.2.2.1 Similitudes et différences dans les cadres américains et français au regard de la relation entre diversification et performance***

Plusieurs études américaines se sont attachées à décrire et expliquer les restructurations qui ont pris place au cours des années 80. En général, ce mouvement est décrit en référence et par opposition au mouvement de diversification des années 70<sup>1</sup>.

Des différences notables existent entre les évolutions principales de l'environnement que rapportent les auteurs américains concernant l'évolution de la diversification et celles que nous avons avancées. Nous avons placé la turbulence de la croissance économique et la période de dépression des années 70, par son effet direct sur les finances des entreprises et par ses effets indirects, au cœur des motifs qui peuvent expliquer une moindre efficacité de la diversification. Les auteurs américains consultés (Donaldson 1997, Shleifer et Vishny 1997, et surtout Bhidé 1997) n'évoquent pas la « crise » des années 70 comme un facteur important de perte d'efficacité des stratégies de diversification. La conjoncture macro-économique n'est même pas évoquée par Donaldson (1997) dont l'objet est pourtant de mettre à jour les changements intervenus qui pourraient expliquer la moindre diversification observée aux Etats-Unis à partir de 1980 (Comment et Jarrel 1995). Bhidé (1997) ne met en avant la crise des années 70 que pour signaler qu'elle a renforcé, par une chute des ressources générées en interne, la dépendance des firmes à l'égard du marché financier. Il ne lie pas l'instabilité de cette période avec la capacité des managers à gérer la diversité des activités des firmes. Cette différence trouve peut être à s'expliquer à travers le décalage qui existe entre les cycles économiques européens et américains<sup>2</sup>.

Une autre différence importante entre les cadres américains et français concerne le rôle

---

<sup>1</sup> Pour un bon aperçu de ces études et une pluralité de points de vue, voir les articles de Donaldson, Shleifer et Vishny, et Bhidé dans l'ouvrage « Studies in international corporate finance and governance systems », Oxford University Press, 1997.

<sup>2</sup> A titre d'exemple, une dépression survient aux Etats-Unis à la fin des années 80 (Donaldson 1997, p. 90), alors que la France connaît une période de croissance de 1986-1987 à 1992.

attribuable à l'Etat dans la naissance, puis le recul, du mouvement de diversification. Aux Etats-Unis le rôle attribué à l'Etat est traditionnellement moins important qu'en France. Certains (Matsusaka 1993, Bhide 1997, Shleifer et Vishny 1997 et 1991) lui imputent pourtant une responsabilité dans le mouvement de diversification des entreprises à travers la réglementation sur les concentrations d'entreprises qu'il impose. En effet le « Celler-Kefauver act » de 1950 aurait empêché les firmes américaines de se développer en acquérant des firmes appartenant au même secteur. Elles auraient alors employé leurs liquidités dans l'achat de croissance externe. Le gouvernement Reagan, en assouplissant la législation anti-trust, aurait permis aux entreprises de retrouver une croissance centrée. Matsusaka (1996) conteste cependant l'importance accordée aux lois anti-trusts en montrant qu'au cours des années 60 et 70, tant les petites que les grandes entreprises se sont diversifiées par des acquisitions, alors que seules les premières auraient pu tomber sous le coup de la loi. Le rôle attribué à la législation anti-trust est aussi contestable au regard de l'expérience européenne, où malgré une législation laxiste en la matière, les firmes ont entrepris une diversification durant les années 70 (cf Chapitre 1). Le rôle de l'Etat serait donc à peu près négligeable aux Etats-Unis concernant le mouvement de diversification, alors qu'en France il a pu contribuer à l'initier à travers une politique favorable à la concentration d'entreprises (cf Chapitre 1). L'Etat est aussi à l'origine d'un des motifs avancé en défaveur du recentrage : l'importance progressive prise par les marchés financiers au cours des années 80. Etant incapable d'assurer le financement des entreprises françaises et de ses déficits, l'Etat français a réformé les marchés financiers et favorisé leur développement. La pression des marchés financiers en faveur d'une moindre diversification aurait alors contraint les entreprises à limiter leur diversification (cf. chapitre 3, section 3). On touche là aux points communs que présente l'évolution des cadres américains et français concernant leur impact sur la diversification.

En effet, les études américaines mettent l'accent sur le développement des marchés financiers comme facteur défavorable au maintien et à la performance des stratégies de diversification. D'ailleurs notre argumentation en faveur d'une pression des marchés pour une moindre diversification repose en partie sur l'internationalisation de la place parisienne où les investisseurs anglo-saxons sont arrivés en force à partir de la fin des années 80 (Chapitre 3, section 3). Les arguments américains qui font du développement des marchés financiers un

argument en faveur d'une « dé-diversification » sont donc aussi recevables pour le cadre français, même si on a souligné que les investisseurs étrangers n'imposaient pas telles quelles leurs normes nationales sur la place parisienne. Bhide (1997) avance ainsi que les marchés américains ont connu une sophistication croissante. Fonctionnant initialement (décennies 60 et 70) de façon segmentée, via des réseaux de personnes, les marchés financiers américains auraient eux aussi connu, mais dès les années 70, une libéralisation et une plus forte compétition. Les coûts de transaction explicites (les commissions) ont de ce fait baissé. Les progrès des techniques quantitatives, la multiplication des sources et de la quantité d'informations, la spécialisation sectorielle des analystes financiers ont contribué à rendre le marché plus transparent, plus compétitif, et plus prospère (Bhide 1997). Les arguments de cet auteur ont déjà été invoqués dans le cadre français. Les suivants, que nous ne détaillerons pas, sont aussi remarquables dans le cadre français, bien qu'ils interviennent selon notre analyse plus tardivement. Les capacités de traitement de l'information accrues ont créé un besoin d'informations qui s'est traduit par des exigences plus importantes au niveau des informations périodiques. Cette évolution s'est trouvée renforcée par la régression de l'actionnariat populaire au profit de gestionnaires de fonds professionnels. L'auteur ne mène pas une analyse en termes de coûts de transaction (explicites mais aussi implicites, via le coût de l'information), mais les « ingrédients » y sont. Nous avons par ailleurs argué que la vague de F&A des années 80 en France s'est réalisée dans un contexte de forte concurrence internationale, poussant les entreprises à concentrer leurs ressources sur un ou quelques domaines (cf. Chapitre 3, section 2). La vague de fusion des années 80 aux Etats-Unis intervient aussi dans un contexte de concurrence accrue. Bhide (1997) n'en infère pas une nécessaire concentration des ressources de l'entreprise, mais une plus grande dépendance envers le marché financier pour se financer. Les actionnaires s'étant professionnalisés et exigeant des projets clairs, voire restreints à un secteur, auraient favorisé les croissances extensives centrées.

Des évolutions comparables en France et aux Etats-Unis sont donc observables, avec parfois un léger décalage temporel. Il nous semble donc que les résultats des études américaines peuvent nous apporter des informations quant à l'évolution du lien entre diversification et performance. En particulier, la pression des marchés vers une moindre

diversification semble être un trait marquant des Etats-Unis à partir du début des années 80. Or, nous avons constaté un afflux d'investisseurs étrangers en France à partir du milieu des années 80. Des différences structurelles subsistent tout de même qui doivent relativiser la portée de nos inférences : concentration assez forte de l'actionnariat, structure de groupe, vestiges des noyaux durs, conversion récente à un financement par le marché... sont autant de traits caractéristiques de l'industrie française qui peuvent influencer le lien entre diversification et performance.

#### ***2.2.2.2 Les études empiriques étrangères du lien entre diversification et performance***

Les annexes 1 et 2 reprennent les principaux résultats des études du lien entre diversification et performance obtenus essentiellement aux Etats-Unis au niveau des entreprises et au niveau de leurs opérations d'acquisition. Nous complétons ici ces résultats par quelques études sur les désengagements et d'autres études riches d'enseignements sur le mouvement de diversification. La démarche chronologique suivie, identique à celle menée pour les études françaises, doit nous permettre de mettre en évidence une perte de performance des stratégies de diversification au cours des dernières décennies.

##### **- Décennies 60 et 70**

Sur les décennies 60 et 70, on peut distinguer deux types d'études (cf. Annexe 1). Celles qui font appel à des mesures comptables de la performance se situent d'une façon générale dans la continuation de l'étude fondatrice de Rumelt (1974). La diversification y est appréhendée le plus souvent par une mesure catégorielle. Mis à part les études de Rumelt (1974, 1982), la période étudiée court du début, voire du milieu des années 70, au début des années 80. Les études qui privilégient des mesures boursières de performance ont plus souvent recours à des mesures continues ou fondées sur une nomenclature officielle. C'est parmi elles que l'on trouve les études portant sur la performance des acquisitions suivant leur logique stratégique. On notera aussi que ces études couvrent autant les années 60 que les années 70.

Les études fondées sur une appréhension catégorielle de la diversification et comptable de la performance présentent des résultats assez homogènes. Les firmes favorisant des stratégies de faible diversification exhibent de meilleures performances que les firmes

largement diversifiées (Rumelt 1982 ; Hill 1983 ; Palepu 1985 ; Hill et Snell 1988 ; Grant, Jammine et Thomas 1988). La diversification liée ressort aussi comme plus performante que la diversification non liée (Hill 1983, Palepu 1985 ; Hill et Snell 1988, Simmonds 1990). Les études qui ne vont pas dans ce sens sont plus rares. Grant, Jammine et Thomas (1988) ne mettent pas de lien en évidence avec une approche catégorielle de la diversification, mais leur conclusion reste proche avec une mesure continue de la diversification : la diversification se révèle profitable jusqu'à un certain niveau, non profitable au delà<sup>1</sup>. Palepu (1985) observe que la performance supérieure qu'affichent les firmes peu diversifiées en 1973 se réduit en 1979 par rapport aux firmes plus largement diversifiées. Les études qui intègrent, en sus de la stratégie suivie, le mode de croissance privilégié (Simmonds 1990 ; Busija, O'Neill et Zeithmal 1997) relativisent quelque peu les différences de niveaux de performance. Une stratégie et la nature de la diversification qui y est attaché n'apparaissent pas significativement discriminante du point de vue de la performance réalisée si son mode de croissance est pris en compte. Simmonds (1990) conclut que la diversification non liée par croissance externe, dont on a avancé (arguments liés au marché interne du capital) qu'elle aurait pu être performante au cours des années 70, connaît la moins bonne performance. Ces deux dernières études sont cependant à cheval sur les années 70 et 80.

La seule étude qui ne conclut pas à une meilleure performance des stratégies de faible diversification est celle de Amit et Livnat (1988), menée sur des entreprises au cours de l'année 1980. Or cette étude présente une caractéristique importante par rapport aux précédentes : elle intègre le risque dans son analyse à travers la variabilité des cash flows. Elle pointe ainsi la faiblesse qui se cache derrière la convergence des précédentes études : une-non-prise-en-compte du risque qui réduit la portée de leurs résultats du point de vue de la performance pour les actionnaires. Les études qui ont recours à une mesure boursière de la performance ne présentent pas en général cette faiblesse, leurs résultats sont d'ailleurs fort différents de ceux observés jusqu'ici.

Lubatkin et Rogers (1989) mènent une étude sur l'échantillon original de Rumelt

---

<sup>1</sup> Notons aussi que leur étude est réalisée sur des données britanniques à la différence des autres études citées qui sont exclusivement américaines.

(1974) et ont recours à la même classification stratégique, mais intègrent, dans l'analyse des mesures boursières de la performance et du risque. Leurs résultats ne diffèrent pas fondamentalement de ceux de Rumelt (1974, 1982), la diversification a un impact négatif sur la performance des firmes entre 1940 et 1960. Ce résultat est en partie dû au risque de l'entreprise qui augmente avec le niveau de diversification. Néanmoins au cours de la décennie 60, celle qui nous intéresse, le différentiel de performance compte-tenu du risque se réduit entre firmes peu diversifiées et firmes diversifiées. Lubatkin et Chatterjee (1991) confirment ce résultat sur la période 1969-1980 et observent en outre que le différentiel de performance en défaveur des diversifications non liées est plus sensible dans les phases baissières du marché boursier<sup>1</sup>. Deux études ont recours à l'approche « Chop shop » qui assimile la firme diversifiée à un portefeuille de firmes monoactivités (cf. § 2.1.3). Servaes (1996) observe la décote des firmes diversifiées par rapport aux firmes monoactivités entre 1961 et 1976. Il observe une forte décote des firmes diversifiées durant les années 60, celle-ci se réduit à partir de 1970 pour devenir quasiment nulle en 1973 et repartir légèrement à la hausse ensuite. Servaes (1996) note d'ailleurs que lorsque la décote est devenue faible, à partir de 1970, de nombreuses entreprises dont le capital est détenu en partie par leur dirigeant ont entrepris une diversification. Klein (1997) suit un groupe de 25 conglomérats durant la période 1966-1972 avec la même méthodologie. Il obtient des résultats différents puisqu'il n'existe selon lui pas de décote pour ces firmes très diversifiées entre 1966 et 1968, celle-ci n'apparaissant qu'à partir de 1969.

Les études qui lient la performance globale (boursière) de l'entreprise à son niveau de diversification au cours des années 60 et début 70, observent un impact négatif de la diversification. Néanmoins, les résultats ne sont pas aussi homogènes que précédemment : au cours des années 60 le différentiel en défaveur des entreprises diversifiées se réduit (Lubatkin et Rogers, 1989). La décote imputée à la diversification n'est pas stable au cours du temps. A la fin des années 60 et au début des années 70, des résultats contradictoires laissent à penser que cette décote n'était pas importante (Servaes 1996, Klein 1997).

---

<sup>1</sup> Les résultats de Lubatkin et Rogers (1991) sont donc en complète contradiction avec ceux de Maurer (1998) reportés dans le cadre français. Néanmoins les mesures de performance, la délimitation des cycles boursiers, mais surtout la période et le cadre de ces études diffèrent sensiblement.

Les études réalisées sur la stratégie des acquisitions sont intéressantes dans la mesure où, fondées sur la méthodologie des études événementielles, elles retracent la performance ex ante qu'accordaient les actionnaires à ces opérations suivant la stratégie suivie. Cette fois, il se dégage un consensus autour d'une performance équivalente pour l'acquéreur des acquisitions, quel que soit son type ou sa nature (liée vs. non liée), voire même un léger avantage pour les acquéreurs de cibles non liées (Chatterjee 1986 ; Elgers et Clark 1980 ; Levitt 1975 ; Lubatkin 1987 ; Matsusaka 1993 ; Seth 1990 ; Singh et Montgomery 1987). Si l'on considère simultanément la réaction boursière de l'acquéreur et de la cible à l'annonce de l'opération, les résultats sont moins tranchés. Tandis que Elgers et Clark (1980) sur un échantillon de 337 acquéreurs et 66 vendeurs sur une large période (1957-1975) affirment que les acquisitions conglomerales sont plus créatrices de richesse que les acquisitions plus liées, Singh et Montgomery (1987) observent, sur 105 acquisitions d'une période postérieure (1975-1980), un léger avantage pour les acquisitions liées. Enfin une étude dénote quelque peu au sein de ce consensus : Hubbard et Palia (1998) observent des rentabilités anormales significativement supérieures pour les acquéreurs de cibles liées par rapport aux acquéreurs de cibles non liées sur la période 1961-1970 (392 F&A)<sup>1</sup>.

Les études sur les « spin-offs » (désinvestissement avec mise sur le marché de titres de la filiale désinvestie) reportent des rentabilités anormales positives significatives à l'annonce de l'opération au cours des années 70 (Hite et Owers 1983 ; Miles et Rosenfeld 1983). Mais ces études ne précisent pas si l'opération correspond, même si cela est probable, à une « dé-diversification » de l'entité initiale. Daley, Mehrotra et Sivakumar (1997) observent que les rentabilités anormales pour la firme initiant le spin-off sont significativement supérieures lorsque l'entité désinvestie n'appartient pas au même secteur industriel que l'entité restante. Mais leurs résultats sont reportés globalement pour 85 spin-offs de la période 1975-1991, ils concernent plutôt la décennie 80 puisque seulement 16 spin-offs ont lieu avant 1981.

En conclusion, des résultats mitigés ressortent d'un survol des études concernant les

---

<sup>1</sup> Notons que cet effet est contingent à la situation financière de la cible par rapport à l'acquéreur. D'une manière générale, les acquéreurs « non contraints financièrement » (disposant d'un bon niveau de liquidités) qui acquièrent des cibles « contraintes financièrement » se révèlent créatrices de richesses qu'elles soient liées ou non. Ces résultats jouent en faveur de l'efficience reconnue par les actionnaires d'un marché interne du capital.

années antérieures à 1980. Les études qui ont recours à des mesures comptables de la performance globale de l'entreprise affirment qu'au delà d'un faible niveau, la diversification a un impact négatif sur la performance au cours des années 70. Les études qui emploient une mesure boursière sont un peu moins catégoriques et aboutissent à des résultats contradictoires, mais elles ne suffisent pas à remettre en cause les précédents résultats. D'une manière générale, la diversification n'est véritablement défavorable aux actionnaires que lorsqu'elle est non liée<sup>1</sup>. Le tableau est fort différent lorsque l'on s'intéresse à la performance d'opérations stratégiques en fonction de la nature ou du type de stratégie qu'elles révèlent. Cette fois, les opérations qui contribuent à augmenter la diversification de l'entreprise sont favorablement perçues par les actionnaires de l'acquéreur. Elles seraient même, de façon plus contestée, favorables aux actionnaires de l'acquéreur et de la cible pris simultanément. On se retrouve donc face à un paradoxe : malgré une faible performance des stratégies de diversification au cours des années 60 et 70, surtout quand celle-ci est non liée, les actionnaires ont plutôt plébiscité les acquisitions de cibles n'appartenant pas au même secteur industriel ou étant non liées (suivant les classification retenue) aux activités de l'acquéreur. Certains (Shleifer et Vishny 1991 ) ont décelé dans ce paradoxe la preuve d'une myopie des actionnaires face à la profitabilité réelle (et aux motifs cachés par les dirigeants) de ces acquisitions. Pourtant Barber, Palmer et Wallace (1995) ne distinguent pas de motifs spécifiques aux opérations conglomerales durant la période 1963-1968. Leurs déterminants semblent aussi « sains » que ceux des opérations s'inscrivant dans une croissance centrée. On ne peut donc pas véritablement conclure, ce n'est qu'en contrastant ces résultats avec ceux des études des décennies suivantes que l'on pourra se prononcer sur une performance évolutive des stratégies de diversification par période.

#### **- Décennies 80 et 90**

Les études des deux dernières décennies privilégient les mesures boursières de la performance, et dans une moindre mesure, une approche continue ou à partir de nomenclature

---

<sup>1</sup> La plupart des études qui ont recours à une classification stratégique des firmes à la Rumelt (1974) observent que les diversifications contraintes liées et reliées en chaîne ne sont pas les moins performantes, ce sont les stratégies d'intégration verticale et de diversification non liée qui sont les moins performantes. On retrouve ces résultats dans les études qui opposent les stratégies suivant la nature de la diversification.

officielle (SIC) de la diversification. Elles aboutissent toutes à mettre en évidence un impact négatif de la diversification (au-delà d'un certain niveau) sur la performance et à une supériorité des stratégies liées face aux stratégies non liées. Nous commençons par présenter les résultats qui s'opposent ou éclairent ceux obtenus sur la période antérieure. Nous verrons ensuite rapidement les études qui conduisent à des résultats semblables à ceux déjà observés, et quelques études qui éclairent le mouvement de relative spécialisation apparu aux Etats-Unis dès le début des années 80.

Du côté des différences observables par rapport à la période précédente, Morck, Shleifer et Vishny (1990) reportent des rentabilités anormales pour l'acquéreur de cibles non liées qui deviennent négatives à partir de 1980. Entre 1975 et 1980, aucune différence significative n'est perceptible, la différence intervient à partir de 1980 jusqu'en 1987 (326 acquisitions). Bhagat, Hirshleifer et Noah (1999) confirment ce résultat : leur étude porte sur 794 offres publiques américaines (réussies ou non) de la période 1962-1997, une large majorité des offres publiques se situent après 1984. Les acquisitions déclarées non liées (au niveau assez fin SIC3 ou SIC4) sont moins performantes que celles qui ont lieu au sein du même secteur. Les études qui privilégient des approches « Chop shop » confirment qu'un tournant est intervenu à la fin des années 70 ou au début des années 80. Lang et Stulz (1994) étudient la décote imputable à la diversification de plus de 1000 firmes américaines entre 1978 et 1990. La décote observée est quasiment nulle, voire négative (surcote), avant 1980. On retrouve des résultats cohérents avec ceux de Servaes (1996) qui observait une décote plus faible au cours des années 70 qu'au cours des années 60. Après 1980, Lang et Stulz (1994) constatent que la décote progresse rapidement pour se stabiliser de 1984 à la fin des années 80. Cette décote sensible liée à la diversification est aussi observée par Denis, Denis et Sarin (1997) sur la période 1985-1989 et par Berger et Ofek (1995) sur la période 1986-1991 (3659 firmes). Ces derniers indiquent en outre que le caractère lié réduit, sans toutefois l'effacer, la décote que présentent les firmes diversifiées par rapport à un portefeuille comparable de firmes monoactivités.

Si les opérations qui contribuent à augmenter la diversification de l'entreprise conduisent à léser l'intérêt des actionnaires, la réciproque est aussi vraie : une réduction du niveau de diversification est bénéfique aux actionnaires. Comment et Jarrel (1995) indiquent

ainsi qu'une réduction du niveau de diversification de l'entreprise se traduit par de meilleures rentabilités (ajustée des effets des marchés et du secteur) l'année de cette variation durant la décennie 80. John et Ofek (1995) observent que les rentabilités anormales à l'annonce d'un désinvestissement sont supérieures quand cela contribue à réduire la diversité de l'entreprise. Cette performance ex-ante se matérialise en outre au niveau de la performance d'exploitation ou financière mesurée comptablement<sup>1</sup>. Ces résultats sont renforcés par ceux de Daley, Mehrotra et Sivakumar (1997) ou Desai et Jain (1999) qui observent des rentabilités supérieures pour les spin-offs appliqués à des entités exerçant des activités différentes<sup>2</sup>. Les entités séparées voient d'ailleurs leur profitabilité (ROA, mesure comptable) augmenter par rapport à l'entité originelle.

Enfin les études qui lient la performance de l'entreprise à son niveau de diversification dans une démarche proche de celle des études des années 60 et 70 renforcent le constat d'un impact négatif de la diversification. Markides et Williamson (1994), dans une optique fondée sur la théorie des ressources montrent que les firmes peu diversifiées ou dont les activités sont liées obtiennent des performances (Return on Sales, mesure comptable proche de l'efficacité organisationnelle) supérieures aux firmes non liées. Stimpert et Duhaim (1997) vont dans le même sens. Steiner (1996) observe, conformément aux résultats des approches Chop-shops un lien négatif linéaire entre le Q de Tobin et le niveau de diversification mesuré par un indice continue de la diversification.

Les études des deux dernières décennies ne laissent donc pas de doute : la diversification a un impact négatif sur la performance des firmes américaines. Un faible niveau de diversification peut se révéler profitable. Au-delà, qu'elle soit liée ou non, la diversification se traduit, en moyenne, par une perte de valeur de l'entreprise pour les actionnaires.

---

<sup>1</sup> Nous retrouvons ici des résultats proches de ceux observés par Perdreau (1998) et Sentis (1998) dans le cadre français.

<sup>2</sup> On rappelle que la première étude porte sur la période 1975-1991, mais que seulement 16 opérations sur 85 ont lieu entre 1975 et 1981. L'étude concerne donc plutôt la décennie 80. Il en va de même pour l'étude de Desai et Jain (1999) qui porte sur 155 spinoffs de la même période parmi lesquels seuls 45 ont été effectués avant 1982.

## - Synthèse

Un contraste apparaît à un double point de vue entre les études observant le lien diversification au cours des décennies 60 et 70, et celles qui s'intéressent aux années 80 et 90. Les études sur la première période mettent l'accent sur la faible performance de la diversification non liée par rapport à la diversification liée, quelques résultats sont contradictoires dans le sens où ils n'affirment pas de supériorité d'un type ou d'une nature de stratégie sur une autre. Une faible diversification liée peut alors apparaître, quoi qu'il en soit, performante. Dans la période suivante, ce type de stratégie conserve un bon niveau de performance. Mais cette fois, non seulement les stratégies non liées sont mises en causes, mais aussi (dans une moindre mesure) les stratégies de diversification liée (Berger et Ofek 1995 ; Stimpert et Duhaime 1997 ; Bhagat, Hirshleifer et Noah 1999). Toutes les études utilisant l'approche chop-shop mettent ainsi en évidence une décote des firmes dès lors qu'elles interviennent dans plus d'un secteur (niveau SIC2 généralement), alors que des secteurs industriels peuvent présenter des proximités à ce niveau.

Par ailleurs, on ne retrouve pas depuis les années 80 l'apparent paradoxe d'une bonne performance des acquisitions non liées observé dans les décennies précédentes. Ce paradoxe mérite que l'on s'y attarde un peu, puisqu'il a pu susciter diverses interprétations. Selon Shleifer et Vishny (1991, 1997), les actionnaires auraient, à tort, plebiscité ce genre d'opération, la preuve de leur erreur n'apparaissant qu'a posteriori lorsqu'un nombre d'études suffisantes eut été réalisé. Autrement dit, bien que ces chercheurs considèrent que des changements environnementaux ont pu modifier la perception et l'avantage représenté par les stratégies de diversification large, ils ne retiennent pas ces changements comme facteur explicatif du phénomène<sup>1</sup>. Les actionnaires auraient selon eux commis une erreur d'appréciation, et il ne serait pas pertinent d'évaluer l'efficacité des opérations de congloméralisation à partir des cours boursiers. Bhide (1997), et nous même, nous inscrivons

---

<sup>1</sup> En fait Shleifer et Vishny (1991) retiennent comme unique explication un comportement du dirigeant visant à satisfaire ses propres objectifs au détriment de l'intérêt des actionnaires « inconscients » du mauvais tour qui leur était joué. Les actionnaires auraient réagi quelques années après (sic) lorsqu'il s'est avéré que ces croissances par diversification n'étaient pas profitables. Il reste, dans leur interprétation, à expliciter quels sont les moyens qu'ont pu mettre en œuvre les actionnaires pour réagir, lesquels nous semblent indissociables du cadre retenu (croissance économique, technologie de l'information sur les marchés, rapport des forces sociales...).

en faux contre cette interprétation. Shleifer et Vishny (1991) appuient leur argumentation sur le grand nombre de désinvestissements observé au cours des années 80 de cibles acquises durant les années 70 (Ravenscraft et Sherer 1988). Or, Ravenscraft et Sherer (1988, p. 197-198) reconnaissent qu'un problème de planification et de prévision quant aux perspectives des activités acquises a pu se poser à partir des années 70. Nous avons aussi mis en avant précédemment que la crise avait pu diminuer les capacités de planification des managers. L'environnement n'est donc pas neutre dans l'explication avancé par Sherer et Ravenscraft (1988). Par ailleurs, de nouvelles études sur les désinvestissements d'acquisitions antérieures ont paru depuis, qui montrent que les désinvestissements d'activités non liées acquises auparavant sont beaucoup plus fréquents, mais pas moins performants pour les actionnaires que ceux d'activités liées (Kaplan et Weisbach 1992). Ces résultats vont à l'encontre de l'interprétation de Shleifer et Vishny (1991, 1997). En adoptant de façon caricaturale l'exact contrepied de leur argumentation, ces résultats pourraient même suggérer que les actionnaires ont été remarquablement pertinents dans leurs anticipations, au delà des profonds changements intervenus au cours des années 70 et 80. Ils auraient alors plébiscité les acquisitions non liées, anticipant que la concurrence intensive qui s'annonçait dans un contexte de crise et d'ouverture internationale donneraient à ces « parts de marchés » diversifiées une grande valeur pour ceux qui voudraient par la suite les racheter afin de s'imposer sur un marché (en se spécialisant). Cela aurait aussi offert aux entreprises diversifiées plus de choix dans leur nécessaire spécialisation à venir<sup>1</sup>... Certes cette argumentation est quelque peu hâtive et bancale, mais elle a le mérite de montrer que les changements dans l'environnement influent nécessairement sur la performance d'un type de stratégie et des opérations qui s'y rattachent.

Au total, il ressort bien une périodisation du lien entre diversification et performance aux Etats-Unis. La diversification non liée semble avoir pu bénéficier d'un accueil favorable des actionnaires au cours des décennies 60 et 70, même si les résultats sont sur ce point

---

<sup>1</sup> Notre argumentation n'est pas incompatible avec les études qui montrent que les firmes trop diversifiées au cours des années 80 encourent la sanction d'un dépeçage (Comment et Jarrel 1995 ; Berger et Ofek 1996). Au contraire, les firmes auraient pu avoir un avantage à se diversifier durant les années 70, mais celles qui n'auraient pas senti « le vent tourner » et n'auraient pas entrepris les désengagements (profitables (Kaplan et Weisbach, 1992)) assez tôt auraient subit cette sanction.

contradictoires entre les études qui portent sur les firmes et celles qui s'intéressent à leurs opérations stratégiques. Depuis les années 80, il ne fait plus de doute qu'une diversification trop importante (qu'elle soit liée ou non) a un impact négatif sur la performance des firmes. Toutes les études convergent autour de cette conclusion.

## **Conclusion**

Compte-tenu des changements intervenus dans l'environnement des entreprises françaises, les motifs théoriques en faveur d'une diversification auraient, selon notre analyse, dû perdre de leur importance. En conséquence, la perte d'efficacité de la diversification (plutôt large) aurait dû se traduire au niveau de la performance pour les actionnaires des stratégies de diversification. L'examen des études empiriques françaises ne nous a pas permis de mettre à jour une périodisation nette du lien entre diversification et performance.

Les études américaines insistent sur la discipline qu'exerce le marché financier sur la tendance stratégique des entreprises (Berger et Ofek 1996 ; Comment et Jarrel 1995 ; Shleifer et Vishny 1991, 1997 ; Bhidé 1997 intègre d'autres facteurs explicatifs). Or, sans avoir prétendu à une libéralisation « à l'américaine » du marché financier français, nous avons montré que la contrainte financière qui s'est exercée sur les entreprises françaises à partir de la fin des années 80 les a rendues plus dépendantes envers le marché. Dans le même temps la place parisienne s'est internationalisée. Les arguments invoqués par les études américaines devraient transparaître au niveau des exigences des investisseurs américains en France. Certaines proximités du cadre français avec le cadre américain nous permettent de penser que l'impact négatif de la diversification aux Etats-Unis devrait aussi se faire sentir en France. Les études menées au niveau international (Lins et Servaes 1998 ; Claessens, Djankov, Fan et Lang 1999) montrent, à partir d'une approche « Chop-shop » que l'impact négatif de la diversification se retrouve, à divers degrés, dans quasiment tous les pays développés<sup>1</sup>. Si on couple ces résultats avec notre analyse des changements intervenus dans l'environnement de

---

<sup>1</sup> Ces études portent sur les firmes japonaises, anglaises et allemandes (Lins et Servaes 1998) ou sur des pays asiatiques aux niveaux de développement variés (Claessens et al. 1999). Seule l'Allemagne semble moins touchée par la décote que les autres pays. Pour une description rapide de ces études, cf. fin annexe 2.

l'entreprise et leur impact au regard de la diversification, nous pensons, qu'un impact négatif de la diversification sur la performance pour les actionnaires devrait aussi être perceptible en France dans la période récente. Nous réaliserons une étude empirique sur ce lien dans la seconde partie de la thèse. Auparavant, nous avons voulu vérifier si les contraintes qui pèsent sur les stratégies de diversification se sont traduites en France par un recul de la diversité des activités des entreprises françaises au cours des années 80 et 90. En effet, nous avons souligné que les études françaises ne permettaient pas de mettre en évidence de façon sensible cette tendance depuis la fin des années 80.

## CHAPITRE 5 : Evolution de la diversité, une étude empirique

Les chapitres précédents nous ont conduit à avancer qu'un recul de la diversité des activités des entreprises françaises pourrait être observable à partir du milieu des années 80. Les études d'entreprises françaises sur la période récente sont relativement rares. Il s'agit donc dans ce chapitre de vérifier à notre niveau, à partir de mesures continues de la diversification<sup>1</sup>, si une tendance au recentrage est perceptible entre la fin des années 80 et le milieu des années 90. La réalisation des études a tenu compte de deux contraintes : s'assurer de la cohérence méthodologique avec les études précédentes (i.e. Batsch 1992, Thollon-pommerol 1990) tout en intégrant les problèmes liés à la disponibilité des données. Ainsi, dans un premier temps, nous nous sommes efforcés de prolonger la période d'étude de Batsch (1992) de 1986-1989 à 1986-1992 à partir de la même source d'information sur la diversité des activités. Le nombre de grandes entreprises suivies (49) est alors relativement faible, les données sont limitées<sup>2</sup> et non disponibles au-delà de 1992. Nous avons alors eu recours à une autre base de données qui nous permet de porter un jugement sur une période plus longue et postérieure à 1992 (1988-1997). Néanmoins cette nouvelle base ne retient pas la répartition du chiffre d'affaires de l'entreprise entre ses activités suivant la même procédure. Il nous faut vérifier que cette différence n'est pas de nature à compromettre l'interprétation des résultats. Afin d'éviter toute mauvaise interprétation nous passons donc en revue dans une première section les problèmes méthodologiques liés à l'identification et à la segmentation des activités, ainsi qu'à la structure de groupe. Dans la seconde, nous présenterons nos résultats pour chaque échantillon. Il en ressort une légère tendance des entreprises, depuis le début des années 90 seulement (1993 exactement), à resserrer la gamme des secteurs dans lesquels elles interviennent.

---

<sup>1</sup> L'emploi de mesures continues de la diversification, en particulier de la mesure entropique, est justifiée dans notre premier chapitre.

<sup>2</sup> Les données du premier échantillon ne nous permettent pas de distinguer entre la composante liée et la composante non liée de la mesure entropique de la diversification.

## SECTION 1 : Problèmes méthodologiques

Deux échantillons ont été constitués à partir de sources différentes. Le premier fait appel aux comptes consolidés traités par la Caisse des Dépôts et Consignations (CDC). Rassemblant les 800 principaux groupes français, « l'annuaire des groupes d'entreprise » édité par la FICOM (filiale de la CDC) en est la source. Ce premier échantillon nous permet d'observer la diversité de 46 groupes industriels français parmi les plus grands de 1986 à 1992, élargissant avec des groupes identiques la période d'étude de Batsch (1992)<sup>1</sup>. Le second échantillon est plus important puisqu'il regroupe 86 groupes industriels sur la période 1988-1997, les données sur la répartition du chiffre d'affaires par activité sont cette fois issues des comptes consolidés traités par DATASTREAM. Ces deux échantillons, bien qu'ils aient 29 groupes en commun, présentent une différence fondamentale : alors que la CDC fonde son identification et la segmentation des activités de chaque entreprise sur la description qu'en donnent les groupes eux-mêmes, Datastream reclasse les activités exercées dans la nomenclature internationale SIC à partir des informations contenues dans les rapports annuels. Au-delà de cette différence, les critères de sélection des groupes sont les mêmes dans chaque échantillon : la taille et l'autonomie stratégique. La taille importante du groupe étudié (en terme de chiffre d'affaires) nous garantit dans une certaine mesure la disponibilité des données : les petits groupes sont soit non diversifiés (comme c'est le cas dans notre échantillon), soit ne donnent pas suffisamment d'informations pour que Datastream puisse effectuer une répartition de l'activité par code SIC. Par ailleurs, comme le note Batsch (1992), « *le critère du chiffre d'affaires incite à remonter le plus haut possible dans la structure de l'hyper-groupe et évite d'introduire dans l'échantillon deux fois la même firme : une fois comme groupe indépendant, une autre fois par l'intermédiaire de l'hyper-groupe qui la contrôle* ». Ce dernier problème potentiel soulève la question de l'autonomie stratégique dont doit disposer le groupe étudié. Rechercher une tendance dans la diversité des activités d'entreprises entièrement dominées par un groupe ou au niveau d'entreprises effectuant

---

<sup>1</sup> Laurent Batsch (1992) a fait une étude similaire sur la période 1986-1989 et accepté de me transmettre ses données. Les groupes choisis sont donc ceux issus de son échantillon de 61 groupes pour lesquels on disposait de données fiables sur la période 1989-1992. La répartition du chiffre d'affaires par activité n'était malheureusement pas disponible au delà de 1992.

essentiellement des prises de participation dans d'autres n'aurait aucun sens. Aussi les groupes étudiés sont-ils industriels et supposés disposer d'une autonomie stratégique : par exemple le groupe Saint-Louis a été retenu dans le premier échantillon alors qu'il est lui-même intégré au groupe Worms.

Les problèmes potentiels qui peuvent naître de la saisie des activités (identification des activités et problèmes de consolidation liés à la structure de groupe) conditionnent la portée des résultats et méritent d'être brièvement discutés.

## **1.1 Problèmes liés à l'identification et la segmentation des activités**

La CDC déclare effectuer la répartition du chiffre d'affaires entre activités sur la base de l'information transmise par l'entreprise, tandis que Datastream se fonde exclusivement sur l'information disponible dans les rapports annuels pour reclasser les activités déclarées en code de la SIC. Ces différences dans l'approche des activités de l'entreprise peuvent conduire à des divergences dans la mesure de l'évolution de sa diversité. Par exemple, « Bongrain », entreprise présente dans nos deux échantillons, distingue dans ses rapports annuels les fromages à pâte molle des fromages à pâte dure. La CDC reporte deux activités (qu'elle dénomme « métiers ») dans cette entreprise en 1987 et 1988, et même trois en 1989 (gastronomie, industrie du lait, fromages et produits fromagers). Datastream n'en reporte qu'une pour ces trois années au niveau SIC 3 chiffres : l'industrie du lait. Ces divergences se retrouvent au niveau d'autres groupes : pour la CDC, Lafarge (principalement producteur de ciment et de plâtre) exerce cinq activités entre 1986 et 1992 tandis que pour Datastream, seules deux activités (au niveau SIC 2 chiffres), voire trois (au niveau SIC 3 chiffres) méritent d'être distinguées. Il nous faudra vérifier au niveau des résultats que les procédures de classification retenues ne sont pas de nature à empêcher tout dégagement de tendance convergente dans l'évolution de la diversité des entreprises françaises.

Au-delà des divergences dans l'approche des activités de l'entreprise, nous avons pu vérifier à notre niveau que l'information communiquée par les entreprises (essentiellement dans les rapports annuels) est quelquefois ambiguë ou difficile à traiter du point de vue du

niveau de diversité<sup>1</sup>. Ainsi certaines entreprises présentent deux répartitions du chiffre d'affaires : l'une en fonction des productions, l'autre en fonction des marchés finals. Au niveau de la classification qu'opère la CDC en ce qu'elle appelle les « métiers » de l'entreprise, il semble que les marchés finals soient le plus souvent retenus, il n'est cependant pas exclu qu'un « mix » de ces répartitions soit opérés. Il nous a été impossible de connaître avec précision la procédure suivie par l'équipe de Datastream lors de la répartition du chiffre d'affaires entre secteurs de la SIC<sup>2</sup>. Un doute subsiste donc sur la pertinence et la précision, surtout au cours du temps, de la classification retenue. Certains groupes, a priori comparables, (au moins à la fin des années 80) retiennent des critères de classement différents : Elf distingue la production, le raffinage, la chimie et les autres activités tandis qu'Esso retient les carburants auto, les distillats, les fiouls lourds, les autres produits et le pétrole brut. Comment réconcilier, en dehors d'un examen détaillé de chaque filiale, ces différents classements au sein d'une même nomenclature ?

Les problèmes générés par les classifications que retient chaque groupe sont patents au niveau des chiffres de la CDC (premier échantillon). L'organisation interne évoluant, certains groupes font glisser des activités d'une branche à une autre, ou regroupent certaines branches. Les données nous ayant manqué pour effectuer les redressements nécessaires, les indices de diversification obtenus sur une période sont incomparables avec ceux de la période ou ceux d'études antérieures (3 groupes sur 46 sont dans ce cas dans le premier échantillon). Les données Datastream ne semblent pas souffrir de ce biais, puisque l'on n'observe pas de « sauts » brutaux dans les variations d'indices de diversification sauf pour un cas : Imetal. Initialement (1988-1996) présente dans trois secteurs à 3 chiffres (construction béton ciment plâtre (code SIC 243), industrie des métaux non ferreux (SIC 224) et production de métal

---

<sup>1</sup> Pour le test de la seconde partie de la thèse, nous avons eu recours au dépouillement de rapports annuels d'entreprises non présentés dans les échantillons ici présentés. Ceci a été réalisé afin d'étudier la diversification de ces entreprises et d'augmenter la taille de notre échantillon. Il nous est apparu difficile et parfois impossible d'obtenir (même par entretien téléphonique) des informations fiables sur les différents secteurs et leur importance relative dans lesquels étaient engagées certaines entreprises.

<sup>2</sup> Après contact téléphonique, il nous a été dit qu'aucun document existant ne retraçait la procédure suivie mais que les « spécialistes » travaillaient à partir des rapports annuels. Il semble pourtant que des retraitements soient effectués puisqu'une rubrique « financial adjustments » fait correspondre la somme des chiffre d'affaires des différentes activités avec le chiffre d'affaires total réel de la firme.

(SIC22)), cette entreprise voit son indice entropique de diversification constamment augmenter, ce qui est dû à une diversification liée en constante augmentation jusqu'en 1996, puis brutalement chuter en 1997 avec le reclassement de quasiment l'ensemble du chiffre d'affaires au sein du code SIC 500 (construction/démolition, général) en 1997. Mis à part ces quelques cas, il reste que dans l'ensemble les classifications opérées par nos bases de données apparaissent relativement stables. Un autre problème, relativement proche doit être souligné avant de présenter nos résultats : les techniques de consolidation qui dépendent des structures des groupes (périmètres et méthodes de consolidation) peuvent influencer nos mesures.

## **1.2 Problèmes liés à la structure de groupe**

Les problèmes liés à la structure de groupe sont de deux ordres. On a déjà souligné qu'un critère d'autonomie stratégique devait présider au choix des groupes dont on étudie la diversité. Mais ce critère s'avère difficile à évaluer. Dans les échantillons, toutes les entreprises sont cotées sur un compartiment du marché français. Mais cela ne suffit pas à garantir leur autonomie stratégique. Certaines entreprises peuvent être sous contrôle étranger. C'est le cas de Beghin-Say (contrôlé par Ferruzi) que nous avons maintenu dans les échantillons. Un centre de décision stratégique extérieur peut toujours imprimer sa marque aux orientations stratégiques du groupe étudié sans que cela ne soit décelé. Mais le principal problème que pose la structure de groupe est plus technique et réside dans les techniques et pratiques de consolidation.

De même que l'organisation interne peut altérer l'observation des activités d'un groupe, les différentes options de consolidation limitent la lisibilité des comptes consolidés. Ainsi la mise en équivalence (cas d'influence notable) n'autorise que la consolidation du bilan, le chiffre d'affaires des sociétés concernées n'est pas consolidé. Si une tête de groupe décide de passer d'une mise en équivalence à une intégration proportionnelle (cas de contrôle conjoint) ou à une intégration globale (contrôle exclusif), le risque de biais est évident : la modification de la structure du chiffre d'affaires peut donner l'image d'une diversification brutale alors que celle-ci était déjà engagée. Malgré ce risque, l'étude est conduite sur des comptes consolidés.

En conclusion, les biais qui peuvent altérer notre observation de la diversité sont assez nombreux : incertitude sur les méthodes utilisées pour identifier et segmenter les activités, problèmes liés à l'organisation interne aux groupes et aux pratiques de consolidation. Néanmoins, on a déjà précisé que mis à part quelques groupes pour lesquels des « aberrations » dans les résultats (variation énorme de la diversité d'une année à l'autre) étaient la manifestation d'un de ces problèmes, la plupart des résultats obtenus ne semblent pas aberrants. Il semble donc possible de tirer des conclusions d'une telle étude malgré la prudence qu'imposent ces limites. Ainsi, en comparant les résultats obtenus avec nos deux sources de données (CDC et Datastream) pour les groupes communs aux deux échantillons, il se dégage une convergence dans les tendances stratégiques (diversification vs recentrage) observées.

## **SECTION 2 : Résultats**

La diversité des groupes est appréhendée à travers l'évolution de l'indice d'entropie dont on a montré (cf. Chap. 1) qu'il était plus à même de saisir la diversité que l'indice d'Herfindahl, car plus sensible aux petites branches d'activité. Néanmoins afin de prévenir toute mauvaise interprétation nous avons aussi observé l'évolution à partir de l'indice d'Herfindahl puis rapproché les résultats. Nous rappelons dans un premier paragraphe l'interprétation qu'il convient de donner à ces indices (§2.1). Nous présenterons ensuite successivement les résultats obtenus à partir des données de la CDC qui étendent ceux de Batsch (1992) (§2.2), puis, en nous étant assuré de la convergence des résultats au-delà des sources de données utilisées, nous verrons s'ils se trouvent confirmés sur une période plus longue et un échantillon plus important (§2.3).

### **2.1 Interprétation des indices**

Nous avons déjà présenté les mesures continues qui sont utilisées dans cette étude (cf. chap. 1), il s'agit ici de préciser l'interprétation qu'elles reçoivent et quelques propriétés qui

sont utilisées.

L'indice d'Herfindahl a un comportement relativement simple : étant borné entre  $1/n$  (diversification maximale), où  $n$  est le nombre de branches dans lequel intervient l'entreprise et 1, tout ajout d'une nouvelle branche d'activité (diversification) se traduit par une baisse de l'indice. A nombre de branches égal, il augmente avec la concentration de l'activité (ici mesurée par le chiffre d'affaires) dans une branche non minoritaire de l'entreprise. Un indice d'Herfindahl en augmentation traduira donc une « spécialisation », soit par augmentation du volume d'affaires réalisé dans le ou les secteurs principaux de l'entreprise, soit par un désengagement d'un secteur minoritaire. Un indice d'Herfindahl en baisse traduira soit la montée progressive d'un secteur non principal de l'entreprise au détriment de l'importance relative des secteurs principaux, ce qui peut s'assimiler à une diversification relative ou à un équilibrage du portefeuille d'activité de l'entreprise, soit l'ajout d'une nouvelle activité. Une hausse de cet indice sera donc interprétée comme une spécialisation tandis qu'une baisse correspondra plutôt à une diversification.

L'indice d'entropie évolue en règle générale à l'inverse de l'indice d'Herfindahl mais a un comportement un peu plus complexe. Accordant plus de poids aux petites branches d'activités de l'entreprise, il est très sensible à l'évolution de la répartition du chiffre d'affaires entre activités : plus qu'une mesure de diversité, l'indice d'entropie est un indice de dispersion. Si l'ajout d'une nouvelle activité (diversification) se traduit par une hausse de l'indice et inversement le retrait d'une activité (recentrage) par une baisse, une hausse de l'indice ne correspondra pas forcément à une diversification. Pour un nombre d'activité constant, l'indice d'entropie augmente si le poids des activités se répartit de manière plus égalitaire. Il diminue si une activité devient prédominante par rapport aux autres. Une augmentation de l'indice d'entropie peut donc refléter aussi bien une réelle diversification qu'un simple « rééquilibrage » du poids respectif des activités. Sa diminution peut résulter aussi bien d'un recentrage que d'un « décentrage » (une activité prenant le dessus alors qu'elles étaient plus équilibrées) des activités. Il convient aussi de noter que par l'importance qu'il accorde aux petites branches de l'entreprise, l'indice d'entropie est le moins à même de conforter la thèse d'un recentrage (spécialisation sur une activité ou secteur) que l'on s'attend à voir émerger.

Afin de rendre plus imagée l'interprétation de l'évolution de l'indice d'entropie, nous recourons à une transformation de ce dernier dénommée « nombre équivalent » (de branches, de secteurs, d'activités...). Le nombre équivalent (de branche (Datastream) ou d'activité (CDC)) correspond à l'exponentiel de l'indice d'entropie. Il donne le nombre de branches de même poids qu'aurait une entreprise fictive dont l'indice d'entropie serait égal à l'entropie réelle de l'entreprise.

En effet, si on a  $n'$  branches  $i$  de même poids (chiffre d'affaires), alors pour chaque branche  $p_i = \frac{1}{n'}$ .

Soit  $E$  l'indice d'entropie de cette entreprise on a :

$$E = n' \times p_i \times \ln\left(\frac{1}{p_i}\right) = n' \times \frac{1}{n'} \times \ln(n') = \ln(n').$$

Donc  $\text{Exp}(E) = \text{Exp}(\ln(n')) = n'$ .

L'évolution de ce nombre fictif, souvent décimal, reçoit la même interprétation que celle de l'indice d'entropie. En hausse, il traduira une augmentation du nombre de branches d'activité exercées par l'entreprise (diversification réelle) ou un meilleur équilibre du poids respectif des branches (diversification relative ou « désécialisation »). En baisse, il indiquera que l'entreprise abandonne totalement une branche ou qu'elle favorise une concentration de son activité sur une branche.

Nous ne reviendrons pas sur la propriété de décomposition de l'indice d'entropie qui permet de distinguer entre une diversification dite liée (ou intrasectorielle) et une diversification moins liée (intersectorielle) (cf. chap. 1). Il va de soi qu'une variation de l'indice d'entropie globale peut être décomposée en la somme de ses composantes. Nous utiliserons cette propriété lorsque les données disponibles ont permis cette décomposition (i.e sur le second échantillon).

## 2.2 Période 1986-1992

### 2.2.1 Données de la CDC

Batsch (1992) a conduit une étude sur l'évolution de la diversité de 61 grands groupes industriels entre 1986 et 1989. Ce dernier ayant accepté de nous fournir ses données, nous avons mené une étude similaire sur une période étendue aux années 1990-1992. La base de données est constituée, à l'instar de Batsch (1992), à partir des comptes consolidés traités par la CDC. Certaines entreprises ayant fusionné au cours de la période 1986-1992 (Matra et Hachette, Dumez et Lyonnaise des eaux), d'autres ne reportant pas leur chiffre d'affaires par activité sur les dernières années, notre échantillon se limite en 1992 à 46 de ces grands groupes<sup>1</sup>.

Afin d'évaluer l'évolution de la diversité des groupes de l'échantillon, nous avons calculé pour chaque année l'indice d'entropie de chaque groupe puis observé ses variations sur différentes périodes. Seuls les résultats pour les années 1986, 1989 et 1992 sont reportés. Compte-tenu du comportement particulier de l'indice d'entropie, nous avons rapproché son évolution de celle de l'indice d'Herfindahl sur la même période afin de nous assurer qu'aucun biais n'était de nature à renverser les conclusions de l'étude. On rappelle en effet que les distributions des indices d'entropie et d'Herfindahl ne sont pas symétriques : pour une même variation (à la hausse ou à la baisse) du chiffre d'affaires dans une activité, chaque indice n'a pas la même probabilité d'augmenter ou de diminuer d'une même valeur (Pupion 1996). Il semble que ce biais ne soit pas trop important : il apparaît, sur les 49 observations des périodes 1986-1989 et 1989-1992, sept évolutions divergentes<sup>2</sup> (4 pour 1989-1992 et 3 pour 1986-1989), ce qui représente environ 14% de l'échantillon. Ce nombre relativement faible de divergences nous autorise à interpréter les résultats.

---

<sup>1</sup> L'ensemble de cet échantillon pour 1992 représente un chiffre d'affaires global de 1877 milliards de francs, ce qui équivaut à 54,9% du chiffre d'affaires de l'ensemble de l'industrie (y.c. énergie) pour les entreprises de plus de 20 salariés (chiffre d'affaires total Industrie= 3414 milliards, Source : SESSI, EAE 1992).

<sup>2</sup> Une évolution divergente est observée lorsque les deux indices ne varient pas en sens inverse : à une hausse de l'indice d'entropie qui dénote un rééquilibrage de l'importance relative des activités doit correspondre une baisse de l'indice d'Herfindahl (moindre spécialisation).

Du fait des fusions et des changements opérés dans la classification de leurs activités par certains groupes (Beghin Say, Labinal, Schneider), seulement 36 rapprochements peuvent être effectués entre les deux années limites de la période, 45 observations sont comparables entre 1986 et 1989, et 39 entre 1989 et 1992. Les résultats détaillés par groupe sont fournis dans le tableau 17, les variations sont reprises sous forme synthétique dans le tableau 16

*Tableau 16 : Evolution de la diversité de 46 groupes français 1986-1992 : synthèse*

	<b>PERIODE 86-89</b>	<b>PERIODE 89-92</b>	<b>PERIODE 86-92</b>
Entropie en Hausse	14	19	15
Entropie en Baisse	22	18	19
Entropie stable*	9	2	2
Total observations	45	39	36

\*On considère que E est stable quand son taux de variation est inférieur à 1%.

Sur la période 1986-1989, les indices d'entropie orientés à la baisse sont plus nombreux que ceux orientés à la hausse. Ce phénomène indique que la dispersion du CA total entre les différentes activités est plus grande. Plus précisément, il peut résulter soit d'une part plus importante prise par une activité dans les entreprises (tendance à la focalisation), soit au contraire d'une multiplication du nombre d'activités dans l'entreprise, chacune recevant alors une part relative plus faible du CA. Lors de la saisie des données, il est apparu que le nombre d'activités que déclarait exercer la firme était stable (une nouvelle activité en remplace souvent une autre), la première explication serait donc a priori favorisée.

La période 1989-1992 donne l'image d'un partage très équilibré entre le nombre de groupes dont l'indice d'entropie augmente, et celui dont l'indice diminue. Aucune conclusion ne peut en être tirée : les groupes dont le CA se disperse sont aussi nombreux que ceux pour lesquels il se resserre. La légère tendance à la focalisation que l'on avait pu observer à la période précédente (pour environ 49% des groupes) a disparu.

Si l'on observe la période entière 1986-1992, un léger avantage à la dispersion (répartition inégale du chiffre d'affaires entre activités) se dessine (53% contre 42% pour le resserrement). Il semblerait que les entreprises favorisent une concentration de l'activité dans une activité. Ce phénomène a cependant peu d'ampleur, il est même largement tempéré par

l'observation des valeurs moyennes de l'indice : la moyenne (simple) sur l'ensemble de la période s'établit à 2,86 alors qu'elle est de 2,81 entre 86 et 89 et de 2,94 entre 1990 et 1992. Ainsi, les valeurs moyennes des indices indiquent plutôt une répartition du CA plus égalitaire entre les activités. Entre la fin des années 80 et le début des années 90, la spécialisation sur une activité ne ressort apparemment pas comme un mouvement dominant.

Tableau 17 : Evolution de la diversité de 46 groupes industriels français : détail

Groupes	INDICE D'ENTROPIE			INDICE D'HERFINDAL		
	1986	1989	1992	1986	1989	1992
Aérospatiale	1,3843	1,3606	1,4590	0,2569	0,2728	0,2592
Air Liquide	0,9789	0,9457	0,9031	0,4833	0,5010	0,5484
Aussedat-Rey	0,4139	0,4777	0,6162	0,7824	0,7448	0,6546
Béghin-Say	0,6914	0,9682	1,5652*	0,5017	0,4395	0,2176*
Bolloré Technologie	0,1376***	1,4195	1,1462	0,3090	0,2854	0,4072
Bongrain	0,4397**	0,7714	0,7789	0,7310	0,5071	0,5136
Bouygues	0,8865	0,7819	0,7245	0,4850	0,5611	0,5886
BP France	0,8962	0,8167	0,9633	0,4738	0,5094	0,4264
BSN	1,6992	1,7109	1,2374	0,1985	0,1929	0,3148
CEA Industries	0,8055	0,9073	0,6285	0,5830	0,540	0,7146
CEP Communication	0,6634	0,6780	0,6802	0,5292	0,5148	0,5128
Chargeurs	1,0305	0,9473	0,6722	0,3808	0,4345	0,6082
DMC	1,3190**	1,3278	1,2165	0,2871	0,2812	0,3422
Dumez	0,3056	0,8878		0,8339	0,4498	
Lyonnais des eaux-dumez		1,4377°	1,4677		0,2678	0,2534
Elf Aquitaine	1,5472	1,5478	1,0871	0,2248	0,2230	0,4074
EMC	1,2303	1,2388	1,2035	0,3076	0,3072	0,3214
Agache	0,8614	0,5709	0,3025	0,4521	0,6171	0,8362
Cie Générale des eaux	1,7276	1,5229	1,5425	0,2068	0,2452	0,2254
Matra	1,0583	1,086		0,3606	0,3411	
Hachette	1,3124	1,2722		0,3003	0,3024	
Matra-Hachette		1,2560°	1,3371		0,3046	0,3116
IBM France	0,7648**	0,7512	1,0214	0,6022	0,6050	0,4938
Imetal	1,2606	0,7325	1,0317	0,3393	0,6307	0,3806
L'Oréal	0,4103	0,3901	0,4862	0,7549	0,7708	0,6922
Labinal	0,7093	0,6660	1,2492*	0,4972	0,5351	0,3248
Lafarge- coppée	1,3618	1,3513	1,3775	0,3103	0,3034	0,2861
Legris Industries	0,6892**	0,8432	0,8961	0,5029	0,5160	0,4768
Leroy somer	0,6422	0,7061	nd	0,5725	0,5578	nd
Metaleurop	0,0003	0,6632	0,9646	0,9994	0,6602	0,532
Michelin	0,2014**	0,1774	0,1517	0,9032	0,9176	0,9324
Pechiney	1,4490**	1,4786	1,3591	0,2731	0,2558	0,3083
Pernod-Ricard	0,6524	0,6725	0,6881	0,5401	0,5204	0,505
Peugeot	0,3513	0,1758	0,3721	0,8006	0,9186	0,7871
Renault	0,6658	0,6173	0,5522	0,6136	0,6430	0,6904
Rhône Poulenc	1,4724	1,3451	1,5130	0,2730	0,2995	0,2437
Roussel-Uclaf	1,0139	1,010	1,1612	0,4202	0,4303	0,3906
Saint Gobain	1,6239	1,8451	1,5727	0,2567	0,1698	0,2097
Saint Louis	1,2159	0,6764	0,9960	0,3301	0,5227	0,4392
Schneider	0,9196**	0,4390	1,0775*	0,3582	0,2309	0,3601
Snecma	1,1088**	1,0617	1,0595	0,4340	0,4535	0,4552
Sommer-Allibert	1,3520	1,3158	1,1642	0,2856	0,3120	0,3608
Source perrier	1,0197**	0,8830		0,3879	0,4645	
Thomson	1,2664	1,0341	0,9324	0,3043	0,4038	0,7229
Total	0,8499	0,9652	1,2443	0,5504	0,4702	0,3585
Usinor	1,5967**	1,6007		0,2625	0,2465	
Usinor-Sacilor		1,4364°	1,4127		0,2672	0,2666
Valéo	0,5749	1,0112	0,8982	0,6133	0,3844	0,4374
Vallourec	0,4545**	0,3807	nd	0,7188	0,7780	nd

\* : Signale que les résultats de 1986-1989 ne sont pas comparables à ceux de 1992 (changement de classification ou de périmètre de consolidation)

\*\* : premières données disponibles pour 1987 (au lieu de 1986)

\*\*\* : premières données disponibles pour 1988

° : année 1990

Afin d'obtenir une impression plus claire du phénomène, on a calculé la variation absolue du nombre équivalent de branches entre 1986 et 1992. Ce dernier, plus pondérateur, devrait permettre de mieux mettre en relief les évolutions. Toutes les variations inférieures à un seuil négatif désigneront des trajectoires de « recentrage » (plus grande disparité de l'importance relative des CA des activités pouvant correspondre à une focalisation sur un secteur). Les variations supérieures à un seuil positif correspondront à des « diversifications » (ce phénomène correspondra, à nombre égal d'activités réelles, à une organisation de l'entreprise autour d'activités à CA équilibré). Entre ces deux seuils est définie une zone de stabilité. Le choix des seuils s'est fait en référence à ceux utilisés dans les études précédentes soit -0,5 à +0,5 (étude de Thollon-Pommerol, 1990.) puis resserrement à -0,2 et +0,2 (l'étude de Batsch (1992) prend une valeur de 0,1 sur une période plus courte). Les résultats sont reportés dans le tableau 18 :

*Tableau 18 : variations du nombre équivalent de branches*

VARIATIONS DU NOMBRE EQUIVALENT		
Resserrement (« recentrage »)	Stabilité	Dispersion (« diversification »)
delta < -0,5 9	-0,5 < delta < +0,5 18	delta > +0,5 15
delta < -0,2 13	-0,2 < delta < +0,2 10	delta > +0,2 19

Si au niveau du seuil à + ou -0,5 la tendance à la dispersion semble l'emporter, contredisant ainsi l'hypothèse d'un « recentrage », le phénomène est moins net avec un seuil à + ou - 0,2.

Ces résultats sont à relativiser du fait de la taille de l'échantillon : certes le chiffre d'affaires total de l'échantillon dépasse légèrement la moitié de celui de l'ensemble des entreprises françaises. Cependant l'étude antérieure de L Batsch (1992) réalisée sur un échantillon plus large englobant celui de cette étude conclut à un parfait équilibre entre les tendances.

Il faut aussi rappeler la fragilité de l'hypothèse qui est faite dans ce test : on estime

qu'une hausse du nombre équivalent correspond à une diversification. Or, une telle évolution peut aussi correspondre à un rééquilibrage d'activités complémentaires qui définissent le métier de la firme. D'ailleurs, on l'a déjà précisé, la cause de la hausse de l'indice d'entropie pour une part majoritaire de l'échantillon ne réside pas dans l'augmentation du nombre de branches pour les groupes concernés : elle résulte d'une meilleure répartition du poids des activités dans le volume global d'affaires du groupe.

Les résultats sur cet échantillon restituent donc une image assez partagée de l'évolution des portefeuilles d'activités des entreprises sur la période 1986-1992. Ils mettent ainsi en évidence que la tendance stratégique suivie par les firmes françaises ne s'assimile pas (surtout entre 1989 et 1992) à une stratégie de spécialisation ou de focalisation sur une activité. La tendance à la hausse du nombre équivalent de branches entre 1986 et 1992 indique au contraire que la stabilité ou le rééquilibrage de l'importance relative des activités est dominant.

### **2.2.2 Convergence avec les données issues de Datastream**

Il est possible que les modifications dans l'environnement qui auraient pu inciter les entreprises à réduire la gamme de leurs activités n'aient pas produit tous leurs effets en 1992. En élargissant l'étude à une période postérieure, des résultats différents peuvent émerger. C'est ce que nous nous proposons de faire dans le paragraphe suivant. Il convient, auparavant, de vérifier que les calculs effectués sur des données provenant de sources différentes (CDC vs. Datastream) conduisent à des résultats similaires ou proches.

Les données issues de Datastream couvrent la période 1988 à 1997. Nous avons donc, pour les groupes communs à nos deux échantillons, mené les mêmes calculs que précédemment sur la période 1989-1992 et rapproché les résultats. 29 groupes sont communs à nos deux échantillons, cependant la disponibilité des données Datastream réduit le nombre de comparaisons possibles à 25 individus. Sur ces 25 groupes, aucune divergence *au sein de chaque échantillon* n'est présente : on ne trouve aucun groupe dont les indices d'entropie et d'Herfindahl connaissent des variations allant dans le même sens. Il semble donc que les tendances affichées soient assez nettes. Pourtant quelques divergences apparaissent si l'on

rapproche les résultats de chaque échantillon. Pour 3 groupes sur les 25 (soit 12% de l'échantillon), les tendances stratégiques qui émergent suivant que l'on a recours aux données Datastream ou aux données de la CDC sont divergentes.

Pour un de ces groupes (Lafarge Coppee), ceci provient véritablement d'une appréhension complètement différente des activités par la CDC et l'équipe de Datastream : alors que la CDC reporte 5 activités en rééquilibrage entre 1989 et 1992 (impliquant une légère diversification relative), Datastream isole 3 branches de la classification SIC au niveau 3 chiffres dont une (industrie chimique de base, code 251) qui voit son chiffre d'affaires rapidement diminuer à partir de 1991 (impliquant un recentrage). Pour les deux autres groupes (Saint-Gobain et Total) la divergence provient de reclassement d'activités opéré au cours de la période par les fournisseurs. Le nombre d'activités chez Saint-Gobain passe de 9 à 5 entre 1989 et 1990 pour la CDC alors que le nombre de secteurs (7) reste stable pour Datastream. Inversement, Datastream reclasse une des activités de Total (traitement des huiles minérales, code 140) dans la branche « productions diverses » entre 1989 et 1990. Il reste cependant que dans plus de 80% des cas, l'évolution des indices va dans le même sens et est proche. Ce petit échantillon de 25 groupes, quelles que soient les données utilisées, renvoie l'image d'une bipolarisation de force égale entre les groupes qui se diversifient (12 dans chaque échantillon) et les groupes qui soient se recentrent (13 avec les chiffres CDC, 10 avec Datastream) soit choisissent la stabilité (3 avec les données Datastream).

En conclusion, il nous semble possible, même si apparaissent quelques divergences, d'approfondir les premiers résultats obtenus en considérant un échantillon plus important sur une période plus longue avec une autre base de données.

## **2.3 Période récente**

La base de données Datastream offre une répartition du chiffre d'affaires consolidé des entreprises par branche d'activité de la nomenclature internationale SIC au niveau 3 chiffres<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Datastream fournit aussi une répartition du chiffre d'affaires par zone géographique (variables). Pour quelques entreprises et pour les années récentes essentiellement la répartition du résultat par branche est aussi

Les branches peuvent être agrégées au niveau 2 chiffres, il nous est donc possible ici d'utiliser la propriété de décomposition de l'indice d'entropie présentée au chapitre 1. Le nombre total de groupes pour lesquels on dispose des données nécessaires sur au moins 4 années consécutives sur le chiffre d'affaires est de 86. Les données manquantes pour chacun des groupes se trouvent souvent aux dates extrêmes de la période (1988-1989 et 1997 essentiellement), mais certaines sont parfois absentes au milieu d'une série quasi complète. Il s'ensuit que si nous prenons l'échantillon total des 86 groupes, nos indices seront calculés sur un échantillon variable suivant les années. Afin d'éviter les biais que comporterait une interprétation fondée sur l'observation de différents échantillons, nous avons choisi de concentrer l'étude sur une période aussi longue que celle du paragraphe précédent (7 ans) qui maximise, à composition constante, la taille de l'échantillon. Ce sont donc finalement 62 groupes industriels qui sont observés sur la période 1990-1996. Néanmoins, nous pourrions aussi nous appuyer sur l'échantillon total dans la mesure où des rapprochements sont possibles.

La procédure suivie pour appréhender l'évolution de la diversité des groupes est la même que celle du paragraphe précédent. La principale période d'observation (1990-1996) a été scindée en deux sous-périodes : 1990-1993 puis 1993-1996<sup>1</sup>. Les variations des indices d'entropie et d'Herfindahl entre les dates extrêmes de la période révèle très peu d'observations divergentes : pour quatre groupes seulement (soit 6,25% du nombre d'observations) les deux indices évoluent dans le même sens. Nous sommes donc fondés à interpréter les résultats. Comme dans la partie précédente, le tableau 19 prend le nombre de groupes pour lesquels la variation du nombre équivalent est supérieure à un certain seuil (diversification), inférieure à un autre seuil (recentrage), ou comprise entre ces seuils. Chaque sous-période, puis la période totale est distinguée. Les seuils de variation du nombre équivalent ont été fixés à  $\pm 0,2$  dans un premier temps puis resserrés à  $\pm 0,1$  compte-tenu du nombre important de groupes entrant dans la catégorie « stabilité ».

---

disponible. Ces dernières données sont cependant trop lacunaires pour envisager de fonder une étude de la diversité sur le résultat plutôt que ou parallèlement à celle menée sur le chiffre d'affaires.

<sup>1</sup> Le point de rupture en 1993 a été choisi afin de couper la période en deux sous-périodes égales tout en restant proche des périodes étudiées dans le paragraphe précédent. L'année 1993 correspond aussi au retournement de conjoncture : la période de croissance amorcée en 1988 connaît alors un ralentissement.

Tableau 19 : Variation du nombre équivalent de branches 1990-1996 (62 groupes)

Variations du nombre équivalent			
	Resserrement (recentrage)	Stabilité	Dispersion (diversification)
Sous-période 1990-1993	Delta < -0,2 14 (22,6%)	-0,2<Delta<0,2 38 (61,3%)	Delta>0,2 10 (16,1%)
	Delta < -0,1 16 (25,8%)	-0,1<Delta<0,1 32 (51,6%)	Delta>0,1 14 (22,6%)
Sous-période 1993-1996	Delta < -0,2 19 (30,6%)	-0,2<Delta<0,2 38 (61,3%)	Delta>0,2 5 (8,1%)
	Delta < -0,1 23 (37,1%)	-0,1<Delta<0,1 33 (53,2%)	Delta>0,1 6 (9,7%)
Période totale 1990-1996	Delta < -0,2 21 (33,9%)	-0,2<Delta<0,2 31 (50%)	Delta>0,2 10 (16,1%)
	Delta < -0,1 25 (40,3%)	-0,1<Delta<0,1 25 (40,3%)	Delta>0,1 12 (19,4%)

Avant d'interpréter les résultats par période, remarquons que le nombre de groupes en « stabilité » est toujours important. Cela est dû, en grande partie, à un nombre important de groupes déclarés mono-activités dans cet échantillon : ils sont 17 sur les périodes 1990-93 et 1993-1996 et 16 sur la période entière 1990-1996. Bien entendu, ces groupes ont une entropie nulle qui ne connaît pas de variation. On peut considérer que ces groupes mènent une politique de croissance centrée, ils sont relativement stables dans cette catégorie.

Sur la période 1990-1993, la tendance est conforme à ce que l'on pouvait observer dans le paragraphe précédent entre 1989 et 1992 : les groupes qui concentrent leurs activités (recentrage) sont à peine plus nombreux que ceux qui favorisent un rééquilibrage de leurs activités (diversification). Cela est vérifié quels que soient les seuils de variation du nombre équivalent de branches que nous imposons (des seuils de +/- 0,5 et de +/- 0,02 ont aussi été appliqués, résultats non reportés). Les premières années de la décennie 90 ne voient donc pas se manifester un phénomène de spécialisation.

La période 1993-1996 se distingue nettement de la précédente. Il y transparaît cette

fois une nette domination des groupes qui favorisent une concentration de leur activité ou se désengagent. A l'inverse, les groupes qui rééquilibrent l'importance relative de leurs activités ou qui entrent dans un nouveau secteur voient leur effectif fondre. Ces résultats se démarquent nettement de ceux obtenus avec l'autre échantillon (sur une période antérieure) : la tendance à ce que l'on dénomme ici « recentrage » mais qui correspond en fait à une relative spécialisation sur un secteur est ici manifeste. La force de cette polarisation imprime d'ailleurs sa marque à l'ensemble de la période.

Sur la période entière 1990-1996, les groupes resserrent leur gamme d'activités. Ceci est encore une fois vrai quels que soient les seuils de variation imposés dans la diversité. A la différence de la période étudiée avec l'échantillon précédent (1986-1992), il semble donc qu'une tendance à favoriser un secteur soit la caractéristique dominante du début des années 90. De plus, alors qu'avant l'observation de l'évolution des moyennes simples des indices venait tempérer notre propos, ces moyennes apparaissent ici relativement stables. Le tableau 20 montre en effet que sur l'échantillon de 62 groupes, la moyenne de l'indice d'entropie connaît une certaine stabilité, il est même plutôt orienté à la baisse (surtout en 1997 il est vrai), tandis que l'indice d'Herfindahl serait plutôt orienté à la hausse. Une simple mesure du nombre moyen de secteurs dans lesquels interviennent les firmes de l'échantillon permet d'expliquer en partie cette évolution<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> On rappelle que les indices sont sensibles au nombre de branches de l'entreprise : lorsque le nombre de branches diminue, l'indice d'entropie diminue.

Tableau 20 : Evolution du nombre moyen de secteurs des entreprises

En clair, figurent les années pour lesquelles l'échantillon n'est pas complet et est variable (absence de données pour quelques entreprises).

		1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
	Obs.	55	59	62	62	62	62	62	62	62	54
<b>Nbre Sect SIC2</b>	Moyenne	2,593	2,458	2,581	2,629	2,557	2,525	2,492	2,468	2,323	2,145
	Médiane	2,500	2,000	2,000	2,500	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
<b>Nbre Sect SIC3</b>	Moyenne	3,055	3,051	3,113	3,194	3,164	3,164	3,148	3,097	2,887	2,593
	Médiane	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	2,500	2,000

Le nombre moyen de secteurs par entreprise valide le choix de l'année 1993 comme point d'inflexion de la tendance stratégique : c'est à partir de 1993 que se dessine une baisse régulière de nombre de secteurs par entreprise. Cette évolution nous indique aussi que les groupes qui « se recentrent » entre 1993 et 1996 n'opèrent pas seulement une concentration de leur chiffres d'affaires sur un secteur : certains se désengagent totalement de secteurs. Paturel (1996) note un point culminant des opérations de désengagement en 1993<sup>1</sup>, cela concorde avec l'infléchissement observé entre 1993 et 1994. Le tableau suivant nous permet d'affiner un peu l'analyse.

---

<sup>1</sup> 23,4% des opérations sur lesquelles il porte un jugement stratégique sont des opérations de désengagement en 1993, cette proportion était d'environ 10% en 90 et elle est de 14% en 1994.

Tableau 21 : Moyenne des indices

En clair, figurent les années pour lesquelles l'échantillon n'est pas complet et est variable (absence de données pour quelques entreprises).

		1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
	Obs.	55	59	62	62	62	62	62	62	62	54
Herfindahl	Moyenne	0,665	0,660	0,649	0,651	0,657	0,648	0,656	0,652	0,676	0,718
	Médiane	0,651	0,665	0,632	0,623	0,669	0,694	0,694	0,618	0,738	0,808
Entropie Totale	Moyenne	0,644	0,643	0,657	0,650	0,645	0,658	0,646	0,651	0,598	0,511
	Médiane	0,648	0,626	0,604	0,624	0,617	0,584	0,586	0,609	0,468	0,378
Entropie non liée	Moyenne	0,474	0,451	0,476	0,463	0,449	0,452	0,430	0,442	0,395	0,348
	Médiane	0,406	0,424	0,521	0,454	0,324	0,412	0,326	0,211	0,180	0,075
Entropie liée	Moyenne	0,174	0,192	0,181	0,187	0,193	0,207	0,214	0,209	0,203	0,161
	Médiane	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

La décomposition de l'indice d'entropie totale en un indice d'entropie « liée » (intra-sectorielle) et une entropie « non liée » (intersectorielle) permet de déceler deux tendances contradictoires. La relative stabilité de l'entropie moyenne (et médiane) totale peut s'analyser comme le résultat d'une entropie intra-sectorielle (« diversification liée ») en hausse et d'une entropie intersectorielle (« diversification non liée ») en baisse. La composante intra-sectorielle de l'indice total apparaît certes faible, relativement à la composante intersectorielle. Nous pouvons cependant constater que la diversification se fait au cours des années 90 plutôt au sein d'un même secteur industriel (niveau SIC 2 chiffres), tandis que la diversification « large », c'est-à-dire celle opérée sur des secteurs (SIC 2 chiffres) différents, a tendance à reculer. Si l'on considère l'échantillon total des 86 groupes, avec toutes les limites liées à l'instabilité de l'échantillon au cours des différentes années, la tendance au resserrement progressif des activités des groupes français est plus affirmée et s'analyse de la même façon.

En synthétisant nos résultats, nous aboutissons au tableau suivant : entre 1990 et 1996 les entreprises françaises semblent resserrer leur gamme d'activités. Au sein de cette période

deux sous-périodes peuvent être distinguées. La première (1990-1993) voit un certain équilibre entre les firmes qui rééquilibrent l'importance relative de leurs activités (hausse de l'indice d'entropie) et celles qui favorisent une concentration sur le ou les secteurs principaux de l'entreprise. C'est surtout la seconde sous-période (1993-1996) qui imprime sa marque au resserrement observé, on voit alors une nette domination (en nombre) des groupes qui « se recentrent » par rapport à ceux qui se diversifient ou rééquilibrent l'importance relative de leurs activités. Cette tendance trouve plusieurs causes : d'abord le nombre moyen de secteurs par entreprise décroît, reflet de désengagements assez nombreux (Paturel, 1996). Parallèlement une concentration s'opère sur le ou les secteurs principaux de l'entreprise, ceci se reflète dans une moindre diversification « non liée » (intersectorielle) et une légère augmentation de la diversification « liée » (intrasectorielle).

## **Conclusion**

L'image de l'évolution de la diversité des entreprises françaises qui ressort de cette étude est donc quelque peu surprenante. Bien que le recentrage revienne comme un leitmotiv dans les discours stratégiques à partir des années 80, il ne semble pas que cela se traduise par une réduction de la gamme des activités exercées jusqu'au début des années 90. Batsch arrivait à la conclusion, en 1992, que le relatif rééquilibrage des activités entre 1986 et 1989 n'était pas en contradiction avec la vague du recentrage, cette dernière ne s'assimilant pas à une stratégie de spécialisation ou de focalisation sur une activité. Nous confirmons ses résultats sur une période plus longue allant de 1986 à 1992-1993. Nous avons cependant avancé que plusieurs changements dans l'environnement des entreprises auraient pu, dès la fin des années 80, les conduire à réduire le champ de leurs activités. Une tendance au resserrement de la gamme d'activités des entreprises apparaît certes, mais en fin de période (1993-1996). Il reste d'ailleurs à vérifier si cette tendance s'est poursuivie, stabilisée ou inversée dans les années suivantes. Plusieurs postures peuvent être adoptées face au phénomène observé ces dernières années. On peut n'y voir qu'un phénomène passager qui ne

s'inscrit pas dans une tendance<sup>1</sup>. Compte-tenu des différents arguments avancés et observations faites dans ce chapitre et les deux précédents cette position n'est pas la nôtre.

Il reste à expliquer le décalage temporel entre les conditions relativement défavorables à la diversification des années 80 et l'observation du resserrement de la gamme d'activités des entreprises. Plusieurs explications complémentaires peuvent être avancées : il est possible que les effets du nouveau contexte des années 80 (conditions économiques, discours stratégique et transformations institutionnelles) n'aient pleinement joué sur la diversification qu'avec un temps de retard. Ainsi la vague de F&A à dominante horizontale qui s'amorce en 1987 et culmine en 90 n'est pas synonyme d'une stratégie de recentrage immédiatement perceptible au niveau des groupes. Comme le note Paturel (1996), plus les entreprises sont initialement diversifiées, plus les acquisitions qu'elles réalisent ont de chance d'apparaître comme horizontale, i.e. de se réaliser au sein d'un secteur où l'acquéreur est déjà présent. Un certain décalage peut donc exister entre le moment où une vague d'opérations horizontales prend place et le moment où, après réorganisation interne et « digestion » des cibles, ces acquisitions se manifestent au niveau de la tendance stratégique des entreprises. On a déjà noté que le mouvement de diversification des années 70, mesuré au niveau des groupes, avait perduré jusqu'en 1975-1976, c'est-à-dire au-delà de la vague de fusions et acquisitions qui prend fin en 1973. Les réorganisations internes qui sont devenues plus fréquentes à partir de 1974 ont stabilisé l'évolution stratégique des groupes une ou deux années plus tard. Un processus symétrique est peut être à l'œuvre au cours des années 90 : ce n'est que lorsque les acquisitions se font moins fréquentes et qu'augmentent les opérations de désengagement et de réorganisation interne en 1993 (Paturel, 1996) que se concrétise (de façon mesurable quantitativement) au niveau des groupes la tendance stratégique jusqu'alors en germe. Il convient de remarquer que des effets conjoncturels ont aussi pu jouer un rôle dans le déclenchement de cette tendance : à partir de 1992 survient un retournement de conjoncture, or comme le note Paturel (1996, p. 103), « *contexte difficile et recherche de structure interne*

---

<sup>1</sup> On pourrait dans ce registre remettre en cause la capacité des nomenclatures ou des segmentations d'activités retenues à saisir les liens qui existent entre activités. Nous renvoyons au chapitre 1 pour une discussion sur ce problème.

*plus efficace et efficiente semblent être bien corrélés ».*

Il reste que le mouvement observé ne doit pas être surestimé. Même si une nette tendance au recentrage apparaît sur la base des variations des nombres équivalent de branches, l'évolution des moyennes des indices de diversification restent assez faible. Au niveau du nombre moyen de secteurs où sont présentes les firmes de notre échantillon, la tendance n'apparaît aussi que marginale. La diversification sectorielle des entreprises (surtout grandes) reste donc un trait saillant des années 90. Parmi l'échantillon d'acquisitions réalisées entre 1991 et 1997 que nous étudierons à la fin de la seconde partie, environ 20% correspondent à des diversifications (entrée dans un nouveau secteur SIC3 pour l'acquéreur).

## Conclusion Partie 1

Malgré le discours sur le nécessaire recentrage des entreprises qui revient comme un leitmotiv depuis la fin des années 80 et l'observation d'une très nette domination des opérations horizontales dans la période récente, la « dé-diversification » que nous prétendons expliquer ne devient perceptible qu'à partir de 1993. Elle se manifeste sous la forme d'une légère tendance des entreprises à réduire la diversité de leurs activités, le phénomène s'expliquant par une diminution de la diversification non liée et une très légère augmentation de la diversification liée. Un constat s'impose donc : les firmes françaises restent, en moyenne, largement diversifiées et le mouvement de spécialisation, tel qu'il est observé aux Etats-Unis n'est pas aussi manifeste en France.

Pourtant notre analyse des conditions « environnementales » fait clairement ressortir la période récente comme défavorable à la diversification (surtout si celle-ci est non liée, il est vrai). Notons que, devant le faible nombre d'études françaises de la relation entre diversification et performance sur la période récente en France, nous avons dû recourir à des résultats d'études menées dans un contexte étranger (Etats-Unis). Nous avons aussi invoqué un point de vue fonctionnaliste (« la diversification devrait diminuer parce qu'elle est moins efficiente ») en tant que principe explicatif. Ces points ne sont pas sans appeler certaines critiques qui vont nous permettre d'apprécier l'apport, les limites de la démarche et l'appel nécessaire au cadre contractuel pour compléter l'analyse.

Remarquons dans un premier temps que le principe d'efficacité invoqué est un concept à géométrie variable dans le chapitre 3. Nous y caractérisons la période récente comme celle d'une affirmation du marché en tant qu'outil de régulation de la vie des entreprises au dépend de l'Etat qui se désengage de la sphère économique. Nous avançons alors que, puisque le contexte est d'un point de vue général, peu favorable à la diversification (turbulence de l'environnement, baisse des coûts de transaction sur le marché, discours stratégiques...), celle-ci devrait reculer sous l'effet de la pression des marchés. Ceci nous permet de nous concentrer sur la relation entre diversification et performance pour les actionnaires dans le chapitre suivant. Ce faisant nous ne soulignons pas que l'affirmation d'un

nouveau partenaire (les actionnaires, le marché financier) au dépend d'un autre (l'Etat) contribue à déplacer le cadre de l'efficacité. Lorsque le financement des entreprises, leurs possibilités de croissance, dépendaient fortement de l'Etat, et peu des actionnaires (marché financier peu développé, ressources financières abondantes, forte inflation voire taux d'intérêt réels négatifs), la diversification pouvait se révéler efficace, minimisant les « coûts contractuels » (coût d'agence élargis à la considération de plusieurs agents pris simultanément)<sup>1</sup> entre ces trois agents, alors qu'elle ne minimisait pas les coûts entre actionnaires et dirigeants. En s'imposant comme ressource cruciale à la survie et au développement de l'entreprise lorsque les ressources financières se sont raréfiées et que les besoins ont augmenté, les actionnaires seraient alors devenus les partenaires de référence par rapport auxquels il convient de juger de l'efficacité organisationnelle. L'efficacité s'apprécie alors vis-à-vis des coûts d'agence classiques et la diversification, coûteuse, devrait refluer.

Cette remarque ne porte pas à conséquence, puisque nous avons pris soin, au début du chapitre 4, de reprendre l'analyse menée dans le chapitre 3 en la limitant aux intérêts des seuls actionnaires et nous aboutissons aux mêmes conclusions. Elle nous permet de mettre en avant une autre critique possible de la démarche. Notre démarche, même si elle ne s'inscrit pas à proprement parler dans une démarche institutionnaliste<sup>2</sup>, en présente parfois des accents. Ceci n'est pas sans risque. C'est particulièrement le cas lorsque, constatant le faible nombre d'études sur le lien entre diversification et performance sur le marché français, nous avons fait appel aux résultats des études américaines en nous fondant sur la proximité des « institutions » de ces pays et surtout sur leurs évolutions parallèles (Chap. 4 section 2). En caricaturant, notre raisonnement consiste alors à constater la convergence, selon certaines dimensions (développement des marchés financiers, apparition des fonds de pension), des deux cadres, pour conclure des résultats obtenus dans l'un (américain) qu'ils devraient être observés dans l'autre (français). Or cette méthode est contestable : après tout, firmes américaines et firmes

---

<sup>1</sup> Les « coûts contractuels », qui s'expriment en terme d'utilité, correspondent à ceux que retiennent Hill et Jones (1992) dans leur « stakeholder-agency theory ».

<sup>2</sup> Cette perspective explique les phénomènes à partir des institutions (organisation et règles du jeu), elle ne doit pas être confondue avec l'analyse transactionnelle de Williamson parfois aussi qualifiée de « néo-institutionnelle » (cf. Dutraive 1993).

françaises ont connu, dans les années 60 et 70, des évolutions similaires, par exemple un mouvement de diversification, alors même que leurs cadres institutionnels connaissaient de fortes différences, ne serait-ce qu'au niveau du développement des marchés financiers et au type de contrôle (actionnariat). Le risque dans toute démarche institutionnaliste est de ne pas prendre en compte des « institutions » déterminantes, on attribue alors à certaines, sans fondement, des effets dus à d'autres ou à des interactions (Kogut et al. 1996). En particulier nous nous sommes peu penchés sur des particularités telles que la structure de groupe qui caractérise les entreprises françaises<sup>1</sup>.

Ces remarques nous permettent d'envisager, face à la faible « dé-diversification » observée depuis 10 ans dans un contexte pourtant présenté comme défavorable à la diversification, deux explications non exclusives :

- nous n'avons peut être pas pris en compte (ou pas suffisamment étudié) certains traits caractéristiques de l'environnement, certaines « institutions », qui pourraient expliquer une meilleure efficacité (du point de vue des actionnaires) de la diversification en France, et le déclin seulement léger qui se dessine en fin de période. Nous pensons en premier lieu à la structure de groupe qui caractérise le tissu industriel français mais aussi à la concentration importante du capital, aux nombreux échanges d'administrateurs et aux éventuels réseaux politico-financier...
- Le décalage observé entre les conditions défavorables à la diversification et l'amorce d'une « dé-diversification » peut aussi renvoyer à une inertie organisationnelle. Des forces contradictoires sont à l'œuvre dans le recentrage actuel des entreprises. C'est alors le jeu des acteurs au sein de notre système économique qui induit ce maintien de la diversification. C'est la voie que nous allons explorer. Dans cette perspective, une catégorie centrale d'acteurs, celle des managers, échappe, malgré l'inefficacité relative de la diversification, à la pression des marchés pour une « dé-diversification » ou imprime une évolution inverse au

---

<sup>1</sup> Nous y reviendrons dans la conclusion générale.

système industriel français. Cette voie nous permet de compléter et de dépasser les limites soulignées de notre première partie si nous admettons que les institutions ne permettent pas de comprendre et d'expliquer toutes les évolutions. Elles contraignent le comportement des acteurs et restreignent leur choix des possibles. Nous l'explorons dans la seconde partie en étudiant les motifs poussant, dans une perspective contractuelle, les dirigeants à entreprendre une diversification, et en testant si des traces de ce comportement sont tangibles sur le marché français dans la période récente.

## **PARTIE 2 : Diversification et opportunisme managérial**

Nous nous concentrons sur la relation actionnaires-dirigeants dans un cadre contractuel au regard de la diversification. Un maintien de la diversification est observable malgré l'inefficience postulée (du point de vue des actionnaires) de cette stratégie et une importance nouvelle des marchés financiers. Il s'agit ici d'évaluer puis de tester l'apport que représente le cadre contractuel à l'explication du phénomène. De nombreuses explications ou aspects théoriques touchant à la performance des stratégies de diversification et pouvant intégrer un cadre contractuel sont laissés de côté. Il en va ainsi de la structure financière de l'entreprise qui ne sera tout au plus qu'évoquée. Bien entendu, les observations d'un poids croissant du marché action, couplé à une efficience a priori déclinante des opérations de diversification, ne suffisent ni à justifier le cadre d'analyse retenu ni à prétendre à son exhaustivité. Elles contribuent néanmoins à en souligner la pertinence.

L'association d'un cadre contractuel positif à la démarche menée auparavant permet de donner une interprétation (sinon de comprendre) à la naissance d'hypothèses sur le comportement où l'opportunisme des dirigeants. Elle éclaire l'impact de ces hypothèses sur la représentation des stratégies d'entreprise en rapport avec le cadre général dans lequel elles s'inscrivent. Après avoir considéré l'entreprise comme enserrée dans un environnement qui guide (au moins partiellement) ses actions stratégiques, en particulier son niveau de diversification, nous redonnons ici aux acteurs de l'entreprise une liberté d'action qui peut aussi (de façon complémentaire) expliquer le mouvement de diversification des entreprises et sa performance pour les actionnaires.

In fine, notre objectif est de tenter d'isoler les traces d'un opportunisme managérial vis-à-vis des actionnaires à travers les stratégies de diversification. Sa présence permettrait, peut être d'expliquer le faible recul de la diversification en France, bien que nous ayons déjà souligné la contingence des différents facteurs et caractéristiques nationales dans la première partie, et admis que nos inférences pouvaient intégrer un fort biais (cf. conclusion partie 1).

Le cadre d'analyse retenu doit donc être précisé, la notion d'opportunisme mérite d'être plus clairement définie. Nous en faisons une présentation dans le premier chapitre de cette partie (chapitre 6), et montrons l'intérêt que peut représenter ce nouveau cadre d'analyse lorsqu'il est envisagé de façon complémentaire au précédent. Nous présenterons ensuite pourquoi, et dans quelles conditions, la diversification peut apparaître comme un objectif du dirigeant pouvant heurter l'intérêt des actionnaires. Des hypothèses déjà émises sont passées en revue et discutées (Chapitre 7). Mais il existe des moyens de contrôle ou des contraintes auxquels se heurte le dirigeant qui peuvent modérer sa propension à entreprendre une diversification ou tout au moins à l'entreprendre de façon opportuniste (Chapitre 8). Ayant étudié les objectifs du dirigeant et les contraintes qu'il subit au niveau de l'entreprise, il nous restera à intégrer l'ensemble des observations de la première partie et de ces dernières analyses au sein d'un corps d'hypothèses testables (Chapitre 9), avant de mettre en œuvre une tentative de corroboration empirique des hypothèses (chapitre 10).

## **CHAPITRE 6 : Le cadre d'analyse contractuel retenu**

Le cadre théorique retenu emprunte à la théorie de l'agence et à l'économie des coûts de transaction ainsi qu'aux théories managériales. Nous avons brièvement présenté les théories contractuelles dans le chapitre 2, nous y revenons ici afin de définir plus précisément la notion d'opportunisme et les conditions de cet éventuel opportunisme (SECTION 1). Cette notion étant définie, nous verrons dans quelle mesure elle peut s'appliquer à la relation entre actionnaires et dirigeants. Nous mesurerons alors la relativité de la notion d'opportunisme. Le soupçon d'opportunisme que sous-tendent certaines actions stratégiques, en particulier la diversification, peut et doit s'interpréter en fonction du contexte dans lequel ces actions sont entreprises et perçues. Nous constaterons alors que l'analyse de la diversification menée dans la première partie éclaire sous un nouveau jour les hypothèses d'opportunisme souvent prêtées aux dirigeants (SECTION 2).

### **SECTION 1 : Conditions, définition et moyens de l'opportunisme**

Le passage à un cadre d'analyse contractuel positif (descriptif et explicatif) impose de revenir sur les hypothèses qui le fonde par rapport au cadre de l'économie néoclassique. Nous articulons la présentation du cadre contractuel retenu autour de la notion d'opportunisme. Nous avons argué dans le chapitre 2 (§ 3.1) que les théories contractuelles s'appuient sur une hypothèse de rationalité limitée, qui emporte l'incomplétude des contrats, entraînant un risque d'opportunisme de la part des agents. Avant de définir l'opportunisme (§ 1.2), nous revenons sur chacune de ses conditions car elles en délimitent les frontières : la rationalité limitée, l'incomplétude des contrats et les qualités de l'information (§ 1.1). Nous verrons ensuite quels sont les moyens de l'opportunisme à travers la notion de pouvoir et les hypothèses qu'elle suppose réunies sur les marchés (§1.3).

## **1.1 Les conditions (nécessaires) de l'opportunisme : rationalité limitée et asymétrie d'information**

### **1.1.1 La rationalité limitée**

Dans les théories contractuelles l'individu cherche à atteindre des objectifs. La façon dont il va procéder dans cet objectif, et la façon dont on va percevoir et décrypter le phénomène organisationnel dépend avant tout de la rationalité qui lui est prêtée.

L'hypothèse de rationalité limitée sur laquelle se fondent les théories contractuelles de l'agence et des coûts de transaction est plus forte, ou va au-delà de la rationalité procédurale telle que la définit Simon (1957). Selon Gomez (1996, p. 180), la rationalité dite « procédurale » à laquelle fait référence Simon (1976) « *permet aux acteurs de trouver des solutions, non par recours à leur capacité substantive de raisonner, mais par adoption d'une raison commune, construite collectivement et constituant des procédures de calculs* ». La rationalité procédurale s'attache donc au processus par lequel émerge la rationalité (Charreaux 1999, p. 72). Elle ne nie pas en soit l'existence d'une rationalité plus calculatoire attachée à l'individu, elle peut être englobée dans une rationalité « plus forte » permettant des comportements individuels d'optimisation (Charreaux 1999)<sup>1</sup>.

On retrouve chez Williamson (1963, 1975, 1994) ce dépassement de la rationalité procédurale qui permet à chaque individu d'adopter un processus de maximisation de son bien être. En effet, Williamson (1994) ne cherche pas tant à expliquer *comment* les institutions de l'économie sont nées que *pourquoi* elles existent. Autrement dit, ces structures de gouvernance existent, elles sont données. Le processus par lequel elles se sont formées répond à un ensemble de contingences (historique, culturelles) qui peuvent renvoyer à la notion de

---

<sup>1</sup> Néanmoins, L'initiateur de ce concept de rationalité, Simon, rejette l'hypothèse d'une rationalité calculatoire permettant aux individus de maximiser une fonction d'utilité ou leur bien être. L'individu décide selon lui de façon séquentielle et choisit, pour chaque « problème » qu'il a à résoudre, la première solution qui correspond à un seuil minimal de satisfaction (Crozier et Friedberg 1977 ; Koenig 1993 ; Charreaux 1999). Simon propose donc une analyse en terme de satisfaction et non d'optimisation. Il rejette par ailleurs l'idée selon laquelle un processus de sélection pourrait conduire sur le long terme à une convergence de la rationalité procédurale et de la rationalité limitée mais maximisatrice que reprend plus ou moins Williamson (1994) selon notre analyse (Koenig 1993, p. 48).

rationalité procédurale. Ces structures étant données, il devient possible aux agents d'optimiser leur satisfaction en mettant en œuvre, sur la base de l'existant, du socialement codifié, une rationalité calculatrice<sup>1</sup>. Il en est de même, implicitement, dans la théorie positive de l'agence. Les modalités que prennent les contrats, les pouvoirs et l'organisation des institutions représentatives des actionnaires<sup>2</sup> vont permettre aux individus de mettre en œuvre leur rationalité calculatrice. Mais ces institutions sont le résultat d'un processus de sélection historique, propre à chaque culture, et leur création tant que leur évolution renvoie autant à une rationalité procédurale qu'à une rationalité calculatrice optimisante. La théorie positive de l'agence est historiquement (Jensen et Meckling, 1976) plus liée aux modèles financiers et économiques qui mettent l'accent sur une rationalité faiblement limitée, mais sa conception de la rationalité limitée tend à se rapprocher de celle de la théorie des coûts de transaction (Charreaux 1999).

De fait, les théories contractuelles s'accordent donc pour reconnaître aux individus une rationalité limitée qui leur permet cependant d'adopter un comportement de maximisation de leur bien être. La rationalité procédurale telle que la prône Simon est dépassée dans le sens où les changements dans l'environnement ne sont pas si fréquents qu'ils conduisent les acteurs à se satisfaire de la première « meilleure solution » atteignable. Au contraire, les agents économiques ont une vision et une capacité de calcul qui trouve à s'appliquer dans le « long ou moyen terme ». Mais ils ne sont pas non plus omniscients et ne peuvent pas prendre en compte toute l'information et les contingences lors de leur décision : une erreur est toujours possible.

Pour notre étude, cela signifie en particulier que lorsqu'il décide de réaliser une acquisition, le dirigeant ne se contentera pas de répondre au problème posé dans l'immédiat par la moins mauvaise acquisition possible (pour lui et au vu des réactions des autres

---

<sup>1</sup> Nous nous fondons dans cette analyse sur Williamson (1994, p. 69, voir aussi note 6 page 90), ainsi que sur le constat que Williamson a toujours recours à une rationalité optimisante (cf. Williamson, dès 1963, ou pour une revue globale Charreaux 1999).

<sup>2</sup> Par « institutions représentatives des actionnaires » il faut entendre aussi bien les institutions légales (conseil d'administration, de surveillance, assemblées générale) que les « nouvelles » formes de gestion actionnariale que constituent les fonds de pension, les OPCVM... autrement dit l'ensemble des organisations qui représentent essentiellement l'intérêt des actionnaires.

partenaires, en particulier les actionnaires). Il sera capable de reporter son acquisition dans le temps, ne l'entretenant que lorsqu'elle lui semble maximiser son utilité compte-tenu des contraintes (en particulier du marché financier) qu'il aura anticipé. Toute action des agents répond donc à un calcul, qui peut cependant être erroné. L'erreur provient de ce que toute l'information (sur l'environnement, sur les partenaires) ne peut être totalement prise en compte. Ceci nous renvoie à l'incomplétude des contrats et aux qualités de l'information comme seconde condition de l'opportunisme.

### **1.1.2 Incomplétude des contrats, qualités de l'information et relations entre cocontractants**

Le caractère limité de la rationalité implique que les contrats noués par les agents ne pourront prévoir toutes les situations susceptibles de se réaliser<sup>1</sup>, ces derniers étant dans l'impossibilité de prendre en compte et de traiter toute l'information potentiellement disponible. Il subsistera toujours des failles dans le contrat pouvant donner naissance à ce que l'on dénommera l'opportunisme des agents. Les risques ex-ante et ex-post qui naissent de l'incomplétude des contrats (cf. chapitre 2, § 2.3.1) et des objectifs divergents des agents contractants renvoient à la structure de l'information. Il convient pour expliciter l'importance de l'incomplétude des contrats au regard des comportements de s'attarder aussi sur les qualités de l'information prise en compte par les agents.

L'incomplétude des contrats débouche sur des comportements opportunistes potentiels car la rationalité limitée peut entraîner une asymétrie d'information. L'asymétrie d'information peut être définie comme une différence d'accès à l'information des parties impliqués dans le contrat. Il va de soi qu'un dirigeant aura *a priori* plus d'informations sur les perspectives et les problèmes que peut rencontrer la stratégie qu'il a modelée que les actionnaires petits porteurs. N'importe quel agent a potentiellement accès à l'information détenue et traitée par un autre agent, mais le coût d'accès à cette information peut être

---

<sup>1</sup> Un autre moyen d'envisager l'incomplétude des contrats en se rapprochant de la rationalité « illimitée » du cadre standard de l'économie est de considérer que l'information a un coût. Les acteurs ont alors la possibilité de récolter et de traiter toute l'information, mais au prix d'un coût qui rend « irrationnelle » la recherche de l'information complète. Cette approche de la rationalité limitée par le « coût » (entendu au sens large) d'accès à l'information reste proche et cohérente avec le cadre contractuel retenu.

prohibitif compte-tenu des avantages qu'il en tire. La relation entre les parties ne sera donc pas forcément équilibrée du point de vue informationnel. Les agents vont chercher à utiliser l'information à leur disposition afin de satisfaire leurs objectifs. Les caractéristiques de l'information sont donc importantes dans la définition et le suivi du contrat mis en place, elles influent sur la dépendance d'un acteur vis-à-vis d'un autre. Les qualités de l'information se résument en sa spécificité, sa complexité et sa fiabilité (Paquerot 1996). Une information est considérée comme spécifique si elle suppose de la part de l'agent des qualités particulières pour être exploitable. Ces qualités renvoient à un savoir technique et surtout à un positionnement spécifique (place au sein d'un réseau ou d'une organisation). Les sociologues Crozier et Friedberg distinguaient ainsi dès 1977 l'acteur « marginal sécant » qui tire son avantage informationnel de son positionnement à la frange de l'organisation et d'un ou plusieurs autres acteurs importants pour la vie de l'entreprise (clients, fournisseurs, actionnaires...). Il devient ainsi l'intermédiaire et interprète indispensable pour « *faire le lien entre des logiques d'action différentes voire contradictoires* » (Crozier et Friedberg, 1977, p. 86). L'information est aussi qualifiée de plus ou moins complexe suivant que les compétences nécessaires à son exploitation sont plus ou moins accessibles. Il est possible d'interpréter la spécialisation progressive des analystes financiers sur un « secteur » particulier (et l'éventuelle pression à la « dé-diversification » qu'elle entraîne évoquée au chapitre 3, § 3.2.2) comme une réponse à l'avantage que possèdent les dirigeants dans le décryptage (et la construction) de leurs résultats comptables et des mesures de leur performance. L'émergence d'analystes financiers sectoriellement spécialisés s'analyse ainsi comme une « innovation institutionnelle » visant à créer des économies d'échelle dans le rassemblement et l'analyse d'informations pour les actionnaires. Enfin une information est plus ou moins fiable. La fiabilité de l'information interagit avec les deux autres qualités et est liée au traitement et à la manipulation que peut opérer l'agent émetteur de l'information. Nous verrons ainsi que la diversification, en rendant plus complexe la lecture des performances de l'entreprise, engendre parfois une information considérée comme moins fiable par les actionnaires. Le dirigeant pouvant organiser en partie la répartition des résultats entre ces différentes activités, il dispose alors d'un avantage supplémentaire dans le décryptage des comptes des différentes subdivisions qui sont agrégés : il opacifie volontairement l'information. D'une manière générale les qualités de l'information se traduisent par un différentiel de coût d'accès suivant

la nature, le positionnement et les compétences de l'agent.

Les qualités de l'information, en déterminant son coût d'accès suivant les agents, vont déterminer la possibilité de chaque agent de contrôler les agissements réels et potentiels de son cocontractant. Un agent ne rassemblera de l'information que dans la mesure où celle-ci s'avère pertinente pour lui, c'est-à-dire qu'elle lui coûte moins que les gains qu'il peut en attendre dans la coopération (mise au point et suivi du contrat) avec l'autre partie. Les qualités de l'information et l'asymétrie qui en découle agissent ainsi sur la capacité des agents à s'approprier, au détriment de leur cocontractant, une plus grande partie des gains issus de la coopération.

## **1.2 L'opportunisme des acteurs : inclination vs. comportement**

Résumons-nous. Nous avons d'abord reconnu aux agents une rationalité leur permettant, par calcul, d'optimiser leur bien-être. Chacun possède cette rationalité et ses propres objectifs et sait que les autres agents fonctionnent d'une manière semblable. Certains déduisent de ce simple énoncé que le cadre proposé est celui d'un individualisme extrême où domine l'opportunisme. Favereau (1997, p. 2801) en déduit qu'« *on devra toujours suspecter l'autre d'adopter un comportement opportuniste comme on le ferait soi-même, particulièrement dans les situations d'information asymétrique...* ». Déduire d'un comportement individuel de recherche de son propre intérêt que tous les agents adopteront un comportement opportuniste est aller un peu vite en besogne. Il convient de rappeler que les agents dans le cadre contractuel n'optimisent leur bien être que par les relations d'échange qu'ils entretiennent avec les autres. Dès lors qu'ils ne favoriseraient que leur intérêt propre sans se soucier de celui des autres, tout échange (ou contrat) serait impossible et par-là même la réalisation de leur objectif. Les cocontractants sont donc « enserrés » dans leur relation avec autrui : si une des parties s'estime lésée, elle cherchera à rééquilibrer le partage des gains issus de la coopération ou, au pire des cas, mettra fin à la relation. Comme le dit Charreaux (1999, p. 63), la théorie de l'agence est avant tout une théorie de la coopération : l'opportunisme est possible et doit être envisagé, il ne correspond cependant pas pour autant à une réalité

observable.

Le problème crucial de la surveillance de l'autre, qui redonne sa pertinence à la citation de Favereau (1997), provient surtout de ce que l'information accessible par chacune des parties n'est pas homogène. On a pu vérifier dans les modèles d'agence normatifs (cf. chapitre 2, § 3.2) que, lorsque l'information était homogène et les agents quasi omniscients, bien que chacun poursuive son intérêt propre, les divergences d'intérêts ne débouchaient pas sur des considérations d'opportunisme. Il suffisait alors de trouver un contrat optimal. La situation est différente si l'on adopte une démarche plus positive, reconnaissant les différentes qualités et « répartitions » de l'information entre les différents agents. En cherchant à satisfaire ses propres objectifs, l'agent va pouvoir conserver, manipuler, une information lui permettant d'augmenter sa part de gains issus de la coopération par rapport au partage qui aurait eu lieu si l'autre partie avait été en possession de cette information. Mais peut-on là encore parler d'opportunisme ? En retenant la définition générale de l'opportunisme, la réponse est affirmative. Ainsi selon « Le Robert » (édition 1993) l'opportunisme est « *une politique qui consiste à tirer parti des circonstances, à les utiliser au mieux en transigeant, au besoin, avec les principes* ». Passons sur « les principes » qui voudraient -la réaction face à l'hypothèse d'opportunisme de Williamson en atteste (cf. en particulier Donaldson (1995))- qu'une relation de coopération se fasse « dans la transparence »<sup>1</sup>. La rétention ou la manipulation d'informations dans son intérêt rentre, selon cette définition très large, dans le cadre d'un opportunisme.

En fait, il nous semble que l'on doit distinguer deux conceptions de l'opportunisme comme le propose Joffre (1999, p. 163). La première renvoie à une inclination (une attitude postulée) à l'opportunisme. C'est celle que retient selon nous le cadre des théories contractuelles : Les agents peuvent avoir des inclinations opportunistes si les gains qu'ils en attendent en dépassent les coûts. Mais cette inclination ne conduit pas forcément à l'opportunisme comme manifestation comportementale observable par les agents.

---

<sup>1</sup> Ce qui est quasiment impossible si l'on postule que les agents cherchent à optimiser leur satisfaction, puisqu'il faudrait qu'ils transfèrent leurs compétences afin d'offrir à l'autre partie les clés de leurs informations spécifiques ou complexes ce qui serait très coûteux... à moins qu'ils tirent une grande satisfaction de l'échange d'informations per se.

L'opportunisme en tant qu'inclination renvoie à une représentation que se font les agents de leur comportement (et de celui d'autrui) *ex-ante*, au moment de la mise au point du contrat. Elle est « inobservable ». L'opportunisme en tant que comportement devrait être perceptible *ex-ante* (achoppement d'un contrat en cours) *et surtout ex-post* (réaction d'un des cocontractants pour changer les termes du contrat, y ajouter un amendement...), et s'observer à travers la réaction d'un des partenaires.

Cette distinction peut être illustrée par un exemple. Imaginons que les dirigeants de deux entreprises entreprennent une acquisition de diversification sans en justifier l'intérêt auprès des autres partenaires. Si les actionnaires interprètent cette action stratégique comme bénéficiant aux dirigeants (effet sur la taille et le risque, éléments de la satisfaction du dirigeant) ils vont, en se référant à l'inclination opportuniste qu'eux-mêmes possèdent, suspecter un comportement opportuniste. Ce n'est cependant pas pour autant que ces dirigeants affichent un comportement opportuniste : tout dépend du contexte, de l'information que vont en tirer les actionnaires et de la satisfaction personnelle qu'obtiennent réellement les dirigeants. Quand bien même, après collecte et traitement de l'information « pertinente »<sup>1</sup>, l'opération se révélerait réellement destructrice de valeur pour les actionnaires, le comportement des dirigeants vis-à-vis d'un opportunisme peut être différencié. Si le premier dirigeant a investi l'ensemble de son patrimoine dans l'opération, ce qu'il était suspecté gagner en satisfaction dans l'opération risque d'être sérieusement amoindri par la perte de valeur de l'entreprise. Il n'est alors pas possible d'en inférer un comportement opportuniste, même si initialement, en pensant réaliser une bonne opération sur différents tableaux (financiers, taille de l'entreprise, risque), le dirigeant possédait une inclination opportuniste. Si le second dirigeant a, à l'inverse, retiré tous ses capitaux de l'entreprise avant ou au moment de l'opération, il apparaît alors clair qu'il a tiré des bénéfices personnels dans l'opération au détriment de l'autre partie. Son comportement peut alors être qualifié d'opportuniste. Dans les deux cas, l'inclination plus ou moins opportuniste est suspectée lors de l'opération. Elle ne se traduit par un opportunisme caractérisé que si le gain d'une des parties se fait au détriment de

---

<sup>1</sup> On a défini l'information pertinente comme celle dont la collecte est susceptible de rapporter plus à l'agent dans la relation qu'elle ne lui coûte.

l'autre. C'est l'information complémentaire (gains réellement tirés par le dirigeant, et perte observée pour les actionnaires) qui va nous permettre de conclure à l'existence d'un opportunisme comportementale. En d'autres termes, notre conception de l'opportunisme implique qu'il y ait gain potentiel (réel) pour la partie agissante qui se traduise par une perte réelle (potentielle) pour l'autre partie. Si, malgré l'inclination opportuniste supposée des acteurs, une des parties tire des profits de la relation sans que l'autre n'en ait conscience, nous ne pouvons conclure à un opportunisme. Ces « pratiques » étant inobservables, elles ne renvoient pas à un comportement opportuniste, mais intègrent l'inclination « opportuniste » prêtée (potentiellement) à chaque agent.

*Nous postulons une inclination possible des agents à l'opportunisme, mais nous intéresserons empiriquement essentiellement à la manifestation comportementale d'un opportunisme à travers les stratégies de diversification. Dans une relation réciproque, un comportement opportuniste sera observé si :*

- *Une des parties se trouve lésée suite à des agissements de l'autre partie*
- *La partie non lésée peut être raisonnablement jugée gagnante à travers ses agissements.*

Si au-delà de l'inclination opportuniste, un comportement opportuniste se manifeste, une réaction ex-post de la partie lésée devrait voir le jour. Celle-ci pourrait prendre, pour les actionnaires, la forme d'un retrait au moins partiel se reflétant dans les cours du titre et/ou d'un amendement au contrat réduisant la liberté du dirigeant dans les décisions stratégiques ou réduisant sa rémunération, voire d'une révocation pure et simple. Par ce processus (plus d'autres que nous développons dans le paragraphe suivant) de correction ex-post, les manifestations opportunistes du dirigeant devraient être rapidement contenues. Mais comme nous l'avons souligné, la relation réciproque qui unit les parties peut être déséquilibrée. Dans les lignes suivantes, nous voyons que ce que nous appelons « pouvoir », précise le déséquilibre de la relation en termes de dépendance. Sous certaines conditions, la relation peut rester déséquilibrée plus ou moins longtemps et permettre à un des agents d'adopter un comportement opportuniste.

## **1.3 Les moyens de l'opportunisme : pouvoir et fonctionnement des marchés**

Comment un comportement opportuniste peut-il voir le jour dans un cadre théorique du « tout contractuel » ? Nous montrons ici que ces comportements sont possibles si nous considérons que des relations de pouvoir sont au cœur de la coopération. Cette notion de pouvoir est définie en termes de dépendance réciproque déséquilibrée (§1.3.1). Elle ne conduit à un opportunisme que sous certaines conditions sur les processus de marché (§ 1.3.2).

### **1.3.1 Pouvoir et relation de dépendance réciproque**

Le concept de pouvoir mérite d'être précisé, il reçoit différentes acceptations<sup>1</sup>. D'une façon très générale, le pouvoir se définit par la « capacité d'une personne A d'obtenir qu'une personne B fasse quelque chose qu'elle n'aurait pas fait sans l'intervention de A » (Dahl 1957). Mais il convient alors de préciser (Crozier et Friedberg 1977), pour rester en cohérence avec le cadre des théories contractuelles retenu, que le pouvoir s'applique à la relation et ne correspond pas à un attribut d'un des acteurs. Le pouvoir correspond à une relation intentionnelle, il doit donc être distingué de l'influence : la relation est, compte-tenu de l'intérêt propre de chaque individu, instrumentale. Cette relation est par ailleurs réciproque : Les acteurs entrent dans une relation d'échange de façon volontaire avec l'autre, l'un n'est jamais totalement démuné face à l'autre (une relation de pouvoir ex-ante peut être rééquilibrée ex-post). Enfin la relation de pouvoir, bien que réciproque est déséquilibrée<sup>2</sup>.

Cette définition du pouvoir, bien qu'amendée, et ne renvoyant pas au sens commun d'autorité, peut encore être précisée et restreinte en termes de dépendance. Si A peut obtenir de B qu'il fasse quelque chose qu'il n'aurait pas fait sans l'intervention de A, c'est que B, bien que gagnant dans sa relation avec A, est en situation de dépendance inégale, défavorable,

---

<sup>1</sup> Le sens d'autorité n'est pas le seul auquel renvoie le terme de pouvoir dans le sens commun. Il suffit pour s'en convaincre de consulter un dictionnaire : faculté, possibilité, autorité, ascendant, influence, dépendance... sont autant de notions qui lui sont directement rattachées.

<sup>2</sup> Crozier et Friedberg (1977, p. 64-77) ajoutent que la relation de pouvoir est non transitive, mais ceci n'a pas d'intérêt pour notre objet, puisque ce sont essentiellement les rapports des actionnaires et des dirigeants qui sont étudiés.

avec A. Or dans le cadre contractuel, dans un objectif d'optimisation de sa satisfaction, c'est la dépendance envers les ressources possédées par l'autre partie qui conduit à la coopération<sup>1</sup>. Nous avons déjà indirectement évoqué cette dépendance dans le cadre de l'asymétrie d'information entre les agents. Nous avons alors argué que les qualités (spécificité, complexité, fiabilité) de l'information conditionnent son utilisation (ou son coût d'accès) suivant les caractéristiques des agents. Celles-ci constituent autant de ressources que les agents valorisent dans une coopération, puisqu'elles renvoient à une compétence spécifique et/ou à une situation particulière (maîtrise d'un circuit d'information). Autrement dit, les ressources que possède chaque agent sont ce qui le pousse à entreprendre (dans son intérêt d'optimisation) une coopération, mais elles sont aussi valorisables dans le lien de dépendance mutuel qui se crée, à travers l'avantage informationnel qu'elles peuvent lui conférer. Les actionnaires sont dépendants des compétences de gestion du dirigeant s'ils veulent faire pleinement fructifier leur investissement. Les dirigeants, véritable nœud central de l'entreprise contractuelle, sont en retour dépendants des fonds investis par les actionnaires pour certains investissements.

*En conséquence, suivant Hill et Jones (1992), nous retiendrons donc que dans une relation bilatérale, « il existe un différentiel de pouvoir en faveur de A, lorsque B dépend plus de A que A ne dépend de B ».*

Dès lors que l'on admet l'existence d'un différentiel de pouvoir, l'agent qui bénéficie de ce différentiel va pouvoir s'approprier, sans que son partenaire puisse réagir dans l'immédiat, une part plus importante du gain issu de la coopération. En conséquence, un comportement opportuniste se développe sans être immédiatement corrigé. Au-delà de l'inclination opportuniste qu'ont pris en compte les partenaires lors de la mise au point du contrat qui « régit » leur relation et qui se traduit par des mécanismes de sauvegarde ex-ante,

---

<sup>1</sup> Cette conception de relation d'agence (élargie) réciproque est qualifiée de « dyadique » par Charreaux (1999). Elle dépasse certes la conception classique de la relation d'agence qui implique une délégation de nature décisionnelle du principal à l'agent. La notion de ressources est en plus intégrée, or elle renvoie à un autre courant théorique (théorie de la dépendance envers les ressources). Elle permet néanmoins de rapprocher, voire d'unifier en un ensemble plus vaste, les cadres de la théorie de l'agence et des coûts de transaction et peut aussi trouver à s'exprimer dans le cadre de la théorie des droits de propriété (cf. Charreaux 1999, p. 82-84).

l'une des parties va profiter ex-post de son avantage en terme de pouvoir. Ainsi, si un producteur choisit, parmi deux fournisseurs potentiels, celui qui lui offre initialement le plus bas prix. Ce producteur et son fournisseur vont alors mettre au point un contrat qui fixe les quantités minimales à livrer, les délais... mais le producteur, sachant qu'il peut toujours faire appel à l'autre fournisseur, ne va pas nécessairement (hypothèse d'école) spécifier une fourchette ou une indexation du prix. Si, après la mise en place de la coopération, le fournisseur absorbe son concurrent<sup>1</sup> et se trouve seul sur son marché, il va pouvoir augmenter son prix de vente, s'appropriant une part plus importante des gains issus de la coopération, sans que le producteur puisse immédiatement réagir (absence de produit de substitution, coût de transport trop élevé pour contracter avec un autre fournisseur...).

### **1.3.2 Condition générale de l'existence de différentiels de pouvoir : un déséquilibre de marché**

Il apparaît clairement à travers ce exemple que des différentiels de pouvoir ne peuvent se maintenir suffisamment longtemps pour laisser libre cours à des comportements opportunistes que si la partie lésée ne peut sortir de la coopération sans subir une perte. Cette dépendance renvoie donc à la rareté de partenaires alternatifs sur les marchés et aux coûts qu'engendrent la sortie de la relation et la recherche de ces partenaires. En d'autres termes, les marchés ne sont pas parfaitement concurrentiels, certains agent dominant le marché correspondant à leurs ressources. De plus, il faut que cette domination perdure suffisamment longtemps et que n'interviennent pas de nouveaux entrants sur le marché de l'acteur disposant d'un différentiel de pouvoir, pour que l'opportunisme puisse se manifester. Cette perspective qui est adoptée par Hill et Jones (1992) postule donc un contexte de marchés segmentés, en déséquilibre à moyen terme. La dynamique de ces marchés en perpétuel déséquilibre et les différentiels de pouvoir qu'ils contribuent à créer, renvoient selon ces auteurs à des mécanismes endogènes tel le processus de destruction créative lié à l'innovation (Schumpeter

---

<sup>1</sup> Cette absorption aurait pu être anticipée par le producteur qui aurait alors prévu des mécanismes de garanti, sauf si les qualités de l'information (spécificité du secteur du fournisseur) rendaient prohibitif ex-ante le coût de collecte d'informations sur cette éventualité. Le producteur aurait peut être aussi pu éviter une partie de la perte qu'il subit, si anticipant la possible absorption il avait coopéré avec l'autre fournisseur pour un prix légèrement supérieur évitant à ce dernier de se faire absorber. On voit donc toute l'importance que représente l'information en terme de ressources dans la coopération, surtout dans une perspective ex-ante.

1942) ou à des chocs considérés comme exogènes tels ceux que nous avons évoqués dans la première partie (conjoncture économique et facteurs socio-politiques tels les chocs pétroliers...). Ces changements provoquent des bouleversements qui vont renverser les situations de pouvoir entre les acteurs. La relation de pouvoir n'est donc pas univoque.

De même, dans leur perspective, les acteurs ne sont pas passifs dans ces renversements. Lorsqu'un différentiel de pouvoir se crée et devient important, la partie s'estimant lésée va tenter de recouvrer son pouvoir. Cette réaction peut prendre la forme d'une innovation institutionnelle. En créant une association de consommateurs, les clients sont susceptibles de faire pression sur un cartel de producteur. En concentrant les actions entre les mains de gestionnaires spécialisés, ce qu'on peut déceler à travers le recul relatif de l'actionnariat de ménages au profit d'actionnaires institutionnels, les petits actionnaires réalisent des économies d'échelle dans la collecte d'informations et augmentent leur pouvoir de négociation face aux dirigeants.

## **SECTION 2 : L'opportunisme des acteurs dans le cadre de la relation entre actionnaires et dirigeants**

Les conditions de l'opportunisme (rationalité limitée, incomplétude des contrats et asymétrie d'information) sont supposées réunies. Les relations entre actionnaires et dirigeants constituent-elles pour autant des relations permettant à un *comportement opportuniste* de voir le jour ? Il convient, pour étudier ce problème, de s'attacher aux mécanismes et institutions qui encadrent la relation entre actionnaires et dirigeants (§ 2.1). Si un comportement opportuniste existe, il n'est pas toujours univoque, faisant des actionnaires les éternelles victimes. L'opportunisme (en tant que comportement) apparaît alors comme une notion toute relative, qui dépend du contexte dans lequel elle est appliquée. Nous verrons que le soupçon d'opportunisme qui pèse sur les stratégies de diversification doit être considéré au regard de l'évolution intervenue dans l'environnement de l'entreprise et des représentations que cela a contribué à façonner. Un pont sera ainsi jeté entre l'analyse menée dans la première partie et celle développée par la suite (§ 2.2).

## **2.1 L'existence et l'exercice du pouvoir dans les relations entre actionnaires et dirigeants**

Les implications et applications possibles de l'analyse en terme de pouvoir au regard de l'opportunisme dépendent des agents dont la relation est étudiée. Hill et Jones (1992) l'étendent à tous les agents. Nous nous concentrons sur la relation entre actionnaires et dirigeants et cherchons plus précisément dans quelle mesure le différentiel de pouvoir peut permettre d'adopter un comportement opportuniste. Notre approche est donc réductrice et tend à se rapprocher du cadre plus classique de la relation d'agence entre actionnaires et dirigeants (Jensen et Meckling, 1976). Nous considérons donc dans un premier temps les structures qui encadrent les relations entre actionnaires et dirigeant. Par « structures » nous entendons l'ensemble des mécanismes (mécanisme de marché, conseil d'administration) intervenant dans la relation. Ceci nous permettra de délimiter plus précisément la marge de manœuvre dont dispose chaque acteur (§ 2.1.1). Nous pourrons alors constater que l'opportunisme n'est pas une relation univoque (§2.1.2).

### **2.1.1 Les mécanismes gouvernant la relation entre actionnaires et dirigeants, pouvoir et opportunisme<sup>1</sup>**

Nous adopterons la dissociation classique qui est faite dans la théorie de l'agence entre mécanismes de contrôle internes du dirigeant et mécanismes de contrôle externes. L'ensemble des mécanismes décrits garantit dans une perspective contractuelle l'existence de relations équilibrées entre les partenaires qui devraient limiter les comportements opportunistes. Dans la perspective des différentiels de pouvoir qui nous intéresse, les mécanismes « internes » sont essentiellement censés limiter les déséquilibres sur le marché de l'information, les mécanismes externes renvoient aux autres marchés (financier, capital managérial, biens et services).

L'un des mécanismes les plus importants de contrôle du dirigeant dont disposent

---

<sup>1</sup> Ces mécanismes sont repris plus en détail au regard de l'inclination du dirigeant à entreprendre une diversification dans le chapitre 8. Ils ne sont évoqués ici qu'en rapport avec la notion générale d'opportunisme telle que nous l'avons définie.

normalement les actionnaires est le conseil d'administration. Selon la théorie de l'agence, le conseil permet de contrôler les actes du dirigeant lorsque les actionnaires ne possèdent qu'une faible incitation à exercer ce contrôle, sinon en vendant leur titre (ce qui nous renvoie au marché du contrôle que nous traitons en tant que mécanisme externe). Il décide de l'embauche et du licenciement du dirigeant, de sa rémunération et ratifie les décisions importantes (stratégiques) de la direction. Selon la théorie des coûts de transaction, une structure de gouvernance particulière doit permettre de minimiser les risques d'opportunisme qui naissent d'une transaction lorsque le bien ou service sur lequel elle porte est spécifique. Le conseil d'administration constitue une telle structure puisque les actifs sur lesquels portent la transaction (les actifs de l'entreprise) sont nombreux, mal définis, et que le risque d'expropriation par le dirigeant est important<sup>1</sup>. Dans ces perspectives, le conseil est donc censé réduire l'asymétrie d'information existant entre les dirigeants (informés) et les actionnaires (moins informés). Le conseil constitue donc le premier mécanisme dissuadant le dirigeant d'adopter un comportement opportuniste. Si le dirigeant possède un avantage informationnel sur les actifs de la firme susceptible de lui conférer un différentiel de pouvoir favorable, la loi lui oppose l'autorité du conseil d'administration dont dépend sa place et sa rémunération. Le dirigeant ne peut donc normalement pas bénéficier d'un différentiel de pouvoir envers les actionnaires. Il peut certes tenter de profiter de son avantage informationnel dans son propre intérêt (sans toutefois véritablement disposer d'un différentiel de pouvoir), mais il s'expose, s'il est démasqué, à une sanction en retour portant sur sa rémunération, voire sur son maintien dans son poste.

Il reste cependant à s'interroger sur le fonctionnement réel des conseils d'administration. Nous consacrerons le chapitre 8 à l'étude de ces mécanismes, mais nous pouvons d'ores et déjà souligner que le fonctionnement réel de cette institution n'est pas aussi simple que dans le cadre théorique. Mace (1971) affirme que le dirigeant, en général président du conseil, sélectionne lui-même les administrateurs. Il s'émanciperait ainsi de leur contrôle

---

<sup>1</sup> Williamson (1994) ne prétend pas que le conseil d'administration soit une structure uniquement réservée aux actionnaires, si par exemple des fournisseurs doivent développer des actifs spécifiques pour tirer profit d'une coopération avec la firme, ils auront intérêt à se tenir informés et à siéger au conseil. Néanmoins le conseil est prioritairement l'organe de gouvernance des relations entre actionnaires et dirigeants permettant aux actionnaires *et aux dirigeants* de sauvegarder leur intérêt spécifique dans la relation.

puisque ces derniers dépendraient de lui plus qu'il ne dépendrait d'eux pour leur maintien. Dans le cadre français les échanges réciproques d'administrateurs appartenant souvent aux mêmes « réseaux » (définis en termes de formation d'origine, et plus généralement « d'habitus », cf. chapitre 3, § 3.2.2) bien qu'en diminution sont encore fréquents<sup>1</sup>. Attribuables pour partie à la formation des noyaux durs durant les privatisations, ces échanges se maintiennent. Ils peuvent être vus comme servant plusieurs objectifs. Dans le cadre du contrôle que les actionnaires exercent normalement sur les dirigeants, c'est un moyen pour les dirigeants de s'affranchir du pouvoir des actionnaires. Mais cela ne conduit pas à affirmer que les dirigeants créent par ce fait un différentiel de pouvoir avec les actionnaires. D'une part les administrateurs et dirigeants cumulards qui sont « cooptés » dans les conseils représentent un intérêt actionnarial (les participations financières par des entreprises sont importantes en France). D'autre part, quand bien même ces administrateurs « cooptés » ou imposés ne seraient pas les meilleurs représentants des intérêts actionnariaux, ils sont aussi les représentants de leurs intérêts propres et de celui de leur « réseau ». Le dirigeant qui remplacerait des administrateurs indépendants, nommés par les actionnaires, par des membres de l'élite financière française substituerait à un contrôle par les actionnaires un contrôle par un représentant des intérêts d'un réseau, d'une élite. Il peut certes préférer cette dernière dépendance dans la mesure où, appartenant lui-même à ce réseau, il partage l'information avec des individus qui ont au moins partiellement les mêmes intérêts<sup>2</sup>. Mais il n'est pas certain qu'il puisse tirer plus pour lui-même de cette nouvelle dépendance. Par ailleurs, le fait que des administrateurs cumulant plusieurs mandats soient issus d'un même « moule » (classe sociale d'origine, éducation) facilite éventuellement la transmission d'informations, réduit l'asymétrie d'information entre les membres du conseil et les dirigeants, donc réduit le pouvoir potentiel du dirigeant et/ou facilite la communication d'information aux administrateurs « externes »,

---

<sup>1</sup> L'étude menée par le cabinet Korn-Ferry International (« gouvernement d'entreprise 1998 : trois ans après le rapport Viénot », novembre 1998) confirme les résultats de l'enquête KPMG exploités dans le chapitre 3. Des cumulards existent encore (1% des administrateurs contrôlent 5 % des sièges), mais le nombre de sièges qu'ils détiennent diminue. Une forte « consanguinité » (énarque et polytechniciens) se retrouvent chez ceux qui cumulent le plus de sièges (cf. Le Monde Economie du 7/09/1999, p. VII).

<sup>2</sup> Le premier intérêt que tirent les dirigeants de ces réseaux qui vient à l'esprit est un intérêt de reproduction : en acceptant le contrôle, les règles de ces cercles qu'il a lui-même intériorisées (habitus), il peut espérer les transmettre à sa progéniture en tant que « capital humain ».

i.e. non-membres du réseau.

Enfin, considérer que les échanges d'administrateurs ne constituent qu'un moyen de s'affranchir du contrôle des actionnaires afin de jouer contre leurs intérêts est réducteur de la réalité. Nous verrons que d'autres points de vue théoriques font du conseil d'administration un moyen pour le dirigeant de capter des ressources et de l'information dans l'environnement, non pour forcément créer un différentiel de pouvoir avec les actionnaires, mais pour mieux maîtriser son environnement, le stabiliser et améliorer la qualité de ses décisions.

Un autre mécanisme interne de contrôle s'apparente au réseau d'administrateurs cumulards que nous avons évoqué. Il s'agit de la surveillance mutuelle qu'exercent entre eux les membres de l'équipe dirigeante. De même que la relation de pouvoir que peuvent nouer les dirigeants avec des réseaux d'administrateurs ne leur garantit pas une parfaite indépendance (puisque c'est une relation réciproque), les dirigeants entretiennent une relation réciproque avec leurs salariés. Les salariés ont tout intérêt à ce que la performance globale de l'entreprise soit bonne puisqu'il en va de leur intérêt propre (rémunération) en particulier de leur réputation. Si le dirigeant de l'entreprise est réellement opportuniste, les meilleurs salariés partiront, estimant que cela nuit à leur réputation ou qu'ils ne reçoivent pas assez. Nous ne nous appesantirons pas sur ce mécanisme, mais il convient de noter que les dirigeants s'ils adoptent un comportement opportuniste vis-à-vis d'une des parties, en l'occurrence les actionnaires, ne récoltent pas l'intégralité des fruits de leur opportunisme. La dépendance dans laquelle ils maintiennent alors les actionnaires (différentiel de pouvoir) s'appuie sur d'autres intérêts qui vont exiger que soit reconnue leur contribution ou mettre fin à la relation. En réduisant l'analyse des comportements opportunistes à deux acteurs, nous réduisons forcément la complexité du mécanisme de création de différentiel de pouvoir. Les interactions qui existent entre partenaires de l'entreprise sans nécessairement passer par le dirigeant, par exemple si créanciers et représentants des actionnaires se retrouvent au conseil d'administration, compliquent la tâche du dirigeant dans l'exploitation de son différentiel de pouvoir (Paquerot 1996, p. 160). Cette complexité ajoute au doute émis quant à l'existence de différentiels de pouvoir durables permettant d'adopter un comportement opportuniste, d'autant que les conditions nécessaires à l'existence d'un pouvoir ne sont pas forcément établies sur les marchés, mécanismes de contrôle externe du dirigeant.

Les mécanismes de contrôle externe du dirigeant renvoient aux marchés. En effet, pour qu'une relation de dépendance déséquilibrée se crée, il faut que les marchés ne soient pas parfaitement concurrentiels : il doit exister des coûts de sorties ou des barrières à l'entrée pour un des partenaires. Plusieurs marchés sont pertinents pour l'étude des relations entre actionnaires et dirigeants : le marché financier (des titres) évidemment, le marché « des dirigeants » (c'est-à-dire des compétences managériales), enfin le marché des biens et services en ce que ses caractéristiques (segmentation, barrières) influent sur le gain et son appropriation par les actionnaires et les dirigeants. Ce dernier marché sera étudié dans le prochain paragraphe.

Dans le cas des marchés financiers, l'existence de barrières à l'entrée, de coûts de transactions élevés est un phénomène de peu d'ampleur. On peut prétexter qu'une segmentation existe, en particulier dans le coût d'accès à l'information, entre les petites entreprises du nouveau marché et les entreprises du règlement mensuel. Par ailleurs, la taille et la quantité d'information véhiculée sur une entreprise ont des conséquences sur la liquidité des titres et rendent délicat le retrait d'un actionnaire. Ce problème sera d'autant plus aigu que l'actionnaire possède une part significative du capital.

Néanmoins, ce marché offre des coûts de transaction réduits et ne permet pas l'existence de déséquilibres durables qui mettrait, sans contrepartie, l'actionnaire en situation de dépendance vis-à-vis de l'entreprise et de son dirigeant. En d'autres termes, nous supposons que les marchés financiers sont suffisamment efficaces d'un point de vue informationnel pour que l'actionnaire anticipe, lorsqu'il investit ses fonds, les éventuels problèmes de dépendance qu'il pourrait rencontrer et ajuste en conséquence les modalités et le prix de son apport (ou ce qui revient au même la rentabilité requise de son capital). Même les institutions telles que les fonds de pension qui, pratiquant une gestion indicielle, investissent de façon quasi systématique dans les grandes entreprises, ne sont pas dépendantes des entreprises dans lesquelles ils investissent. Nous avons vu que la part que possèdent ces institutions dans chaque entreprise est relativement faible, et que par leur engagement à long terme dans les entreprises ils contribuaient au contraire à favoriser le point de vue des actionnaires en réclamant plus de transparence de la part de la direction. L'exemple récent d'Alcatel, où la non-révélation en temps et en heure par la direction générale d'une

information capitale, a provoqué par désengagement des institutionnels une chute de 40% du titre et une remise en cause de la capacité du dirigeant, constitue, s'il en faut, la preuve de la mobilité des actionnaires lorsque les règles qu'ils imposent ne sont pas respectées. Seuls les actionnaires qui disposent d'une part conséquente dans l'entreprise, difficilement cessible sans entraîner de décote importante, peuvent se retrouver dans une situation de dépendance relative. Ces actionnaires largement engagés correspondent principalement aux héritiers des anciennes entreprises intégralement familiales ou celles dont le flottant sur le marché est relativement faible. L'exemple d'Alcatel nous permet de suspecter que pour les grandes entreprises, les dirigeants sont, a contrario, soumis aux actionnaires, dans une relation de dépendance a priori plus forte.

Pour que les dirigeants puissent créer un différentiel de pouvoir en leur faveur, il faut que leurs ressources (compétences, information) rendent leur remplacement coûteux pour les actionnaires et que ces derniers n'aient pas été conscients, lors de leur investissement, de l'ensemble des dépendances auxquelles ils pouvaient être soumis. Cela suppose que le marché des dirigeants soit si pauvre et peu actif que le dirigeant en place est le meilleur gérant possible des actifs de l'entreprise. Cette hypothèse est en soit peu probable. Certes, l'équipe dirigeante en place peut ne pas avoir d'équipe dirigeante concurrente aussi compétente qu'elle-même dans la gestion des actifs en place. Dans ce cas, elle va dériver pour elle-même, sous forme de rentes, toute la différence de profit qui pourrait exister entre la gestion par la seconde meilleure équipe disponible sur le marché et la gestion optimale qu'elle-même pourrait réaliser pour ses actionnaires. Mais ceci ne correspond pas à un comportement opportuniste puisque l'équipe dirigeante ne fait que tirer les rentes qu'elle crée de sa compétence supérieure. Si l'équipe dirigeante cherche à s'approprier plus de rentes qu'elle n'en crée, elle risque d'être sanctionnée par les mécanismes de marché ou d'entamer son « capital réputationnel » sur le marché des dirigeants (Paquerot, 1996)<sup>1</sup>. Shleifer et Vishny (1989) avancent cependant qu'un phénomène pernicieux peut alors se mettre en place qui permettrait aux dirigeants d'adopter un comportement véritablement opportuniste (cf.

---

<sup>1</sup> Paquerot (1996) propose de lier pouvoir et réputation. La notion de pouvoir qu'il retient est un peu plus large que la notre, elle ne s'analyse pas uniquement en termes de dépendance. Dans son cadre, la réputation du dirigeant va le limiter dans son inclination à accroître son pouvoir.

paragraphe suivant). Leur modèle suppose que le marché pour le contrôle de l'entreprise fonctionne mal. Le principe du marché du contrôle est relativement simple en première approche. Supposons qu'un dirigeant détourne à son profit des gains (sous forme pécuniaire ou non) qui pourraient revenir aux actionnaires, faisant diminuer la valeur de l'entreprise (vente de titres) en deçà de la valeur qu'elle aurait si elle était gérée par la seconde meilleure équipe disponible. La seconde meilleure équipe disponible pourra, en s'engageant à reverser aux actionnaires tout ou partie de la valeur qu'elle contribuerait à « recréer » en gérant les actifs de l'entreprise, en prendre le contrôle.

Certes l'équipe en place a éventuellement les moyens de valoriser son avantage informationnel et « bluffe » les actionnaires en conservant le secret (ou plutôt le doute) sur la spécificité des actifs et sur sa compétence réelle... mais on s'émancipe alors complètement des mécanismes de marché et une économie du bluff a peu de chance de favoriser la création de valeur par coopération (tout au plus peut-on en attendre une redistribution). Reste le cas où des imperfections sur le marché des biens et services existent, et où des barrières à l'entrée sur ce marché ou un phénomène imprévu (hausse du prix du pétrole) confère à l'entreprise des rentes « providentielles » (Castanias et Helfat 1992). Dans ce contexte, il est envisageable que le dirigeant profite de son avantage informationnel pour s'accaparer ces rentes. Il interviendra alors une concurrence sur le marché du contrôle des dirigeants, des « outsiders » cherchant à s'approprier ces rentes en les partageant si nécessaire avec les actionnaires.

Il est fort possible que certaines firmes dégagent des rentes ricardiennes, non directement appropriables par des « outsiders ». Ainsi, certaines entreprises se révèlent surperformantes pour les actionnaires sur des périodes assez longues, révélant un accaparement au moins partiel des rentes par ces derniers, ou des différences de performances se maintiennent pendant un certain temps entre secteurs industriels (Ruffieux 1991). Mais Castanias et Helfat (1992) montrent que là encore les mécanismes de marché et surtout le pouvoir de révocation dont disposent les actionnaires, poussent les dirigeants à œuvrer dans l'intérêt des actionnaires et à ne pas chercher à entamer leur capital.

Théoriquement, le conseil d'administration, la surveillance mutuelle entre dirigeant et les mécanismes de marché contraignent le dirigeant sinon à œuvrer dans l'intérêt des

actionnaires, au moins à ne pas chercher à augmenter sa satisfaction personnelle au détriment de celle des actionnaires, i.e. à ne pas adopter un comportement opportuniste tel que nous l'avons défini. Il reste que certains éléments jouent contre cette mécanique du contrôle, donnant aux dirigeants les moyens de s'en affranchir partiellement, donc de réduire leur dépendance envers les actionnaires. Parmi ceux-ci, il nous faut citer les réseaux et échanges d'administrateurs. Ces derniers seraient susceptibles de contribuer à relâcher le contrôle des actionnaires sur les dirigeants et de représenter un moyen de limiter l'efficacité du marché des dirigeants. Les réseaux garantiraient à leurs membres en cas d'attaque (prise de contrôle) par un étranger que « l'agresseur » serait de facto exclu du circuit d'information que constitue ce réseau<sup>1</sup>. Ces réseaux joueraient donc d'une façon générale contre les forces du marché. Les imperfections des marchés permettent, dans une certaine mesure, au dirigeant de s'affranchir de leur dépendance envers les actionnaires et d'adopter un comportement opportuniste. Nous allons voir dans le paragraphe suivant, à travers les modèles proposés par Shleifer et Vishny (1989) et Castanias et Helfat (1992), que ces imperfections ne jouent pas forcément en faveur du dirigeant.

### **2.1.2 L'opportunisme n'est pas univoque**

Dès lors qu'un marché présente des imperfections (offre supérieure à la demande avec frictions, barrières...) l'un des partenaires peut rendre l'autre plus dépendant de lui dans la relation, créant un différentiel de pouvoir et s'accaparant, sans que l'autre puisse réagir, une partie de ses gains. Nous présentons ici rapidement deux modèles qui suivant cette logique mettent l'accent sur l'opportunisme possible des dirigeants... ou des actionnaires. Le modèle de Shleifer et Vishny (1989) est celui des « déséquilibres généralisés » : le marché des dirigeants et le marché du contrôle, qui lui est lié, fonctionnent mal. Qui plus est, le contrôle par le conseil d'administration est très limité, voire fantôme et les actionnaires ont une rationalité très limitée. Dans ce cadre le dirigeant est en mesure de favoriser son intérêt propre au détriment des actionnaires sans que ceux-ci ne puissent vraiment réagir. Le modèle de

---

<sup>1</sup> Là encore on peut imaginer qu'interviennent des mécanismes de concurrence entre réseaux, voire au sein des réseaux qui réintègrent au sein des réseaux la logique de marché.

Castanias et Helfat (1992) suppose que tous les marchés sont proches de l'équilibre<sup>1</sup> sauf celui des dirigeants qui connaît une véritable dynamique puisque ces derniers ont la possibilité, sous réserve d'investir dans leur compétence, de dégager des rentes. Dans ce contexte, la crainte d'un comportement opportuniste nécessitant des mécanismes spécifiques de protection vient plus du comportement des actionnaires, en particulier parce qu'ils ont la possibilité de révoquer le dirigeant et de le priver des rentes qu'il a générées en investissant dans son capital humain.

Le modèle de Shleifer et Vishny (1989) traite de ce qu'ils dénomment l'enracinement du dirigeant par investissement dans des actifs qui lui sont spécifiques<sup>2</sup>. L'enracinement consiste pour les dirigeants à valoriser (pour eux-mêmes) leur présence au sein de l'entreprise en rendant coûteux leur remplacement. Le modèle est simple dans son principe : le dirigeant en place maximise la différence de valeur entre les actifs de l'entreprise gérés par lui et celle qu'elle aurait si ces actifs étaient gérés par la seconde meilleure équipe disponible sur le marché. Il s'approprie l'écart (quasi-rente) ainsi créé sous forme de salaire, d'avantages divers ou de dépenses, sans que les actionnaires puissent s'approprier au moins une partie de cette quasi-rente<sup>3</sup>. Ce modèle comporte de nombreuses hypothèses (implicites ou explicites) qui se démarquent du cadre classique des théories contractuelles et qu'il convient d'avoir à l'esprit :

- le dirigeant est totalement libre de choisir l'affectation des fonds générés en interne, il peut les distribuer aux actionnaires (ce qu'il ne fera quasiment jamais) ou les investir dans le projet de son choix quelle qu'en soit la valeur pour les actionnaires<sup>4</sup>. Ceci est rendu possible par les autres hypothèses,

---

<sup>1</sup> Le marché des biens et services n'est pas tout à fait en situation d'équilibre, puisque les auteurs envisagent les conséquences de l'existence de « rentes providentielles », c'est-à-dire de déséquilibre momentanés du marché qui confère aux entreprises d'un secteur une rente passagère ne résultant pas d'une quelconque compétence. Cf. chapitre 8.

<sup>2</sup> Un investissement spécifique au dirigeant est selon les auteurs un investissement dont la valeur est supérieure avec ce dirigeant à celle qu'elle pourrait avoir par ailleurs. Ils lient cette valeur supérieure à la complémentarité des actifs de la firme avec les compétences et connaissances du dirigeant.

<sup>3</sup> Pour une définition des rentes et quasi-rentes, cf. chapitre 2, § 1.2. Notons que nous nous situons ici dans un cadre proche de celui de l'économie des ressources : dans le modèle de Shleifer et Vishny (1989), le dirigeant tire une quasi-rente de la complémentarité de sa compétence (ressource) avec les actifs de l'entreprise.

<sup>4</sup> On retrouve ici le problème du « free cash flow » traité par Jensen (1986).

- le conseil d'administration n'exerce qu'un très faible contrôle sur les décisions du dirigeant : *ex-ante* ce contrôle est nul, les administrateurs n'ayant pas les informations nécessaires pour évaluer la rentabilité de l'investissement. Ils suivent toujours, au bénéfice du doute, le dirigeant quelle que soit la réaction des cours boursiers. *Ex-post*, ce contrôle reste pour la même raison très faible : même s'ils évaluent la performance du dirigeant par rapport à un benchmark du marché (performance moyenne du secteur), ils toléreront plus ou moins des profits inférieurs à ce benchmark. Le conseil d'administration qui exerce le meilleur contrôle *ex-post* dans ce modèle est donc celui qui ne supportera pas que le dirigeant fasse moins que son benchmark,
- les investissements réalisés par le dirigeant pour « s'enraciner » (i.e. s'approprier les rentes issues de leur investissement) ont tous un certain degré d'irréversibilité. C'est-à-dire qu'ils ne peuvent être revendus qu'à un prix inférieur à leur prix d'achat. Cette hypothèse est, selon Shleifer et Vishny (1989) eux-mêmes, posée simplement pour s'assurer qu'au cas où le conseil réaliserait après coup que l'investissement entrepris est destructeur de valeur, il ne puisse le vendre sans faire encourir une perte aux actionnaires.

Dans ces conditions, le dirigeant investira, afin de s'enraciner, uniquement dans des projets où il dispose d'un avantage de gestion sur les équipes dirigeantes, même si ce projet présente une valeur nette actualisée négative, afin de s'approprier l'ensemble de la quasi-rente dégagée. Shleifer et Vishny (1989) proposent ainsi l'exemple d'un dirigeant possédant une bonne compétence (la meilleure des compétences sur le marché) dans les chemins de fer dont l'entreprise dispose d'un « free cash flow », i.e. d'un cash flow dont l'emploi ne peut se faire dans des projets créateurs de valeur pour les actionnaires, ces projets étant épuisés. En investissant dans un projet d'agrandissement du réseau existant (bien que cela ne soit pas profitable), il va faire augmenter la différence de valeur entre la firme gérée par lui et la valeur qu'elle aurait si elle était gérée par la seconde meilleure équipe disponible sur le marché. Le coût de son remplacement par les actionnaires va s'en trouver accru, il augmente ainsi la dépendance des actionnaires à son égard et en profite pour accroître ses consommations personnelles (salaire, divers). Il s'agit donc bien d'un comportement opportuniste tel que nous

l'avons défini : l'une des parties (le dirigeant) accroît sa « satisfaction » au détriment de celle de l'autre<sup>1</sup>.

Le caractère « subservif du cadre contractuel » qu'illustre cet exemple extrême- le dirigeant ne valorise pas une compétence avec d'autres intérêts, il la valorise contre les autres intérêts- nous incite à approfondir la portée du cadre décrit par Shleifer et Vishny (1989) au regard des hypothèses du cadre plus classique des théories contractuelles présentées en première section. Selon nous, la rationalité limitée des agents telle que nous l'avons définie est fondamentalement remise en cause dans cet exemple. Les agents (les actionnaires surtout) se retrouvent ainsi plongés dans un cadre où ils ne font plus appel à une rationalité calculatrice optimisante. En effet les institutions (conseil d'administration, fonctionnement des marchés) sur lesquelles s'appuie la rationalité calculatrice<sup>2</sup> n'existent plus ou au moins ne remplissent pas le rôle d'économie de coûts que leur attribuent classiquement les théories contractuelles de l'agence ou des coûts de transaction. Si une rationalité calculatrice se développait dans ce cadre, elle conduirait au raisonnement suivant : si le dirigeant entreprend maintenant des investissements qui détruisent de la valeur, il est possible qu'il recommence dans l'avenir et que le coût infligé aux actionnaires soit supérieur au coût que ces derniers subissent s'ils le licencient immédiatement. Les actionnaires ont donc tout intérêt à le révoquer immédiatement (c'est un des seuls moyens d'action qu'ils ont), d'autant que cela dissuadera le prochain dirigeant d'entreprendre des investissements destructeurs de valeur<sup>3</sup>. Par ailleurs le marché du contrôle des entreprises peut entrer en action si le dirigeant occasionne une perte trop importante aux actionnaires. Il n'est cependant pas nécessaire d'intégrer une rationalité

---

<sup>1</sup> Notons que dans le modèle présenté le dirigeant ne tire pas de satisfaction directement de l'investissement réalisé, via par exemple une préférence pour la taille, mais du fait que cet investissement contribue à faire augmenter la quasi rente qu'il s'approprie.

<sup>2</sup> Nous avons en effet argué dans la première section que la rationalité des agents que nous retenons dépasse une rationalité procédurale grâce à l'existence d'institutions, i.e. de règles du jeu qui peuvent renvoyer à une rationalité plus procédurale.

<sup>3</sup> En effet dans le modèle de Shleifer et Vishny (1989), le dirigeant ne consomme pas immédiatement ses quasi-rentes lors de l'investissement mais ensuite, essentiellement sous forme de salaires ou de dépenses. S'il est révoqué, il ne recevra pas l'intégralité de la quasi-rente qui disparaît avec lui. Le nouveau dirigeant serait ainsi dissuadé d'adopter un comportement risquant de lui faire perdre ses quasi-rentes en même temps que son mandat. Par ailleurs Shleifer et Vishny (note page 129 de leur article) reconnaissent que le dirigeant sera dissuadé de réaliser de tels investissements si le marché des dirigeants est efficient et que leur capital réputationnel est atteint par ces pratiques.

calculatrice optimisante dans le modèle, pour constater que Shleifer et Vishny (1989) prêtent aux actionnaires une rationalité qui se réfère plus à un niveau de satisfaction. En effet, le conseil d'administration ne décide de licencier le dirigeant dans leur modèle que si le dirigeant s'éloigne trop du niveau acceptable de profit défini en référence à un benchmark sur le marché. Le niveau d'écart toléré (donc de gain potentiel pour les actionnaires) est variable suivant le niveau d'indulgence du conseil (cf. Shleifer et Vishny (1989), p. 129).

Nous ne prétendons évidemment pas remettre en cause la pertinence des inférences du modèle présenté, mais plutôt souligné que le cadre dans lequel ils développent leur modèle est légèrement différent du cadre théorique contractuel que nous avons décrit en première partie. En particulier le modèle est assez statique<sup>1</sup> et ne permet pas à une rationalité optimisante, qui conduit à une régulation des comportements par anticipation, d'émerger. Ainsi les auteurs notent (p.128-129) que lors de la négociation du salaire du dirigeant, après qu'il a réalisé son investissement d'enracinement « *la rémunération ne dépend pas du coût des investissements du dirigeant en place puisque au moment où le conseil projette de garder ou de remplacer le dirigeant, ce coût est « perdu » (sunk). Le conseil ignore ce coût irréversible (sunk) et emploie simplement le meilleur manager maintenant que les actifs sont en place* ».

Le mécanisme que décrivent Shleifer et Vishny (1989) conduit ponctuellement à des investissements révélateurs d'un comportement opportuniste. Les auteurs ne considèrent pas uniquement la relation entre actionnaires et dirigeants à l'appui de leur modèle. Ils argumentent que le dirigeant peut instrumentaliser les relations qu'il entretient avec les autres partenaires (contrats implicites en particulier avec les salariés) afin de s'émanciper des mécanismes de contrôle servant les actionnaires. Nous arguons cependant qu'une rationalité limitée telle que nous l'avons définie en première section ne devrait pas permettre que se généralisent les investissements à valeur nette présente négative. Même avec des investissements à valeur nette positive, le modèle conserve tout son intérêt car il est possible

---

<sup>1</sup> Le modèle propose en fait une vue dynamique du processus d'enracinement à travers le jeu de cessions et acquisitions. Il est statique dans le sens où n'émerge pas un processus « spontané », conséquence possible d'une rationalité optimisante ou procédurale, qui corrigerait l'enracinement des dirigeants. Il faudrait, selon Shleifer et Vishny, avoir plus souvent recours à des mécanismes tels que les plans d'options pour contrecarrer l'enracinement des dirigeants. Si le modèle était dynamique, ces mécanismes devraient émerger de façon endogènes, même si subsistent des déséquilibres temporaires.

de constater des comportements opportunistes dans le cadre du mécanisme décrit. Imaginons ainsi qu'un dirigeant disposant de cash-flows est face à deux projets : l'un lui est spécifique, il disposera d'un avantage par rapport aux autres équipes s'il le gère, l'autre est plus rentable mais n'offre pas au dirigeant d'avantages car il pourrait être aussi bien géré par de nombreuses équipes dirigeantes. Les actionnaires, même s'ils ne disposent pas de toute l'information, connaissent la rentabilité des deux projets mais pas le degré de spécificité de l'actif vis-à-vis du dirigeant. Le dirigeant a alors intérêt à entreprendre le projet qui lui est spécifique. Il s'accapare ainsi une quasi-rente. Du côté des actionnaires, le cours des actions va chuter puisque la probabilité de voir le dirigeant choisir le projet le plus rentable, intégrée dans les cours, disparaît. Les conditions définissant l'opportunisme du dirigeant sont réunies : le dirigeant s'accapare une rente que l'on peut traduire sous la forme d'une moindre probabilité de perdre son poste ou d'avantages divers, tandis que les actionnaires perdent une partie de leur richesse espérée.

Il est donc possible pour le dirigeant, si les mécanismes de contrôle (conseil d'administration et marché des dirigeants) sont en partie inefficaces, d'adopter des comportements opportunistes. Nous verrons dans le prochain chapitre quelles sont les conséquences de l'enracinement selon l'approche de Shleifer et Vishny (1989, 1991) au regard de la diversification. En attendant, certains modèles relativement proches montrent que l'opportunisme n'est pas l'apanage du dirigeant.

Dans le modèle de Castanias et Helfat (1992), les mécanismes de contrôle dont disposent les actionnaires sont plus efficaces, tous les marchés sauf celui des dirigeants sont en équilibre. Néanmoins certains actifs dégagent ou peuvent dégager des rentes ricardiennes<sup>1</sup>. Castanias et Helfat (1992) ne s'intéressent qu'aux rentes qui conduisent à des performances supérieures pour l'entreprise<sup>2</sup>. Les actifs ne généreront des rentes ricardiennes que si une

---

<sup>1</sup> Nous rappelons que les rentes ricardiennes naissent de l'offre limitée d'une ressource, qu'elles ne créent pas de nouvelle concurrence pour leur appropriation dans le moyen terme même si les entreprises qui les possèdent dégagent des profits non nuls. Les quasi-rentes se définissent par rapport à la seconde meilleure utilisation qui pourrait être faite d'une ressource, elles sont générées par complémentarité d'une ressource commune avec une ressource rare source de rentes ricardiennes et il peut naître une concurrence pour leur appropriation.

<sup>2</sup> Si Castanias et Helfat se concentrent sur les « rentes de performance supérieure », c'est qu'ils supposent que ces rentes sont appropriées par les parties sous forme monétaire, ce qui simplifie le modèle.

compétence humaine (un capital managérial) lui est appliquée afin de le développer, de l'entretenir. Les dirigeants vont investir en capital humain dans l'espoir de recevoir une partie des rentes générées.

Les rentes managériales sont définies par les auteurs comme la portion des rentes de la firme que le dirigeant crée de *ses compétences managériales supérieures*. Ainsi, les rentes générées par la compétence que développe le dirigeant ne sont pas des quasi-rentes dans la mesure où ses compétences sont spécifiques aux actifs considérés et qu'elles sont rares. Mais le dirigeant peut aussi générer des quasi-rentes, s'il possède des compétences moins spécifiques et moins rares susceptibles d'un emploi plus large au niveau d'un secteur industriel, voir au niveau de l'ensemble des firmes.

*Dans un monde sans incertitude* où tous les marchés sont en équilibre, sauf celui des services managériaux puisqu'il s'y dégage des rentes ou quasi-rentes, le dirigeant rémunère chacun des facteurs de production à sa productivité marginale (taux sans risque pour les actionnaires s'il n'y a aucune incertitude) et encaisse, sous forme de cash-flows<sup>1</sup>, les rentes qu'il génère du fait de son investissement dans des compétences spécifiques<sup>2</sup>. Les actionnaires pourraient vouloir s'approprier une partie de ces rentes, mais les auteurs pensent que cela sera difficile s'ils sont diffus (en particulier parce que la fonction de financeur de projet et d'assomption du risque peut être très largement répandue).

*En introduisant l'incertitude*, la situation change pour le dirigeant. Les autres facteurs de production continuent de recevoir leur dû (couple rentabilité-risque d'équilibre pour les actionnaires) mais le dirigeant, supposé averse au risque, préfère ne pas supporter l'incertitude qui pèse sur les cash-flows à venir. Il préfère recevoir sa rente sous forme, soit d'un équivalent certain au début du contrat, soit d'un flux de salaires (et bonus) lissé de même valeur. Les actionnaires n'acceptent pas de lui donner l'équivalent certain de sa rente sous forme d'une

---

<sup>1</sup> Cf. note du dessus.

<sup>2</sup> Les rentes générées sont imputables autant aux actifs qu'aux ressources managériales, mais comme Fama (1980), les auteurs posent que la firme dans son intégrité n'appartient à aucune partie particulière. Chacun y apporte son facteur de production et y tient une fonction spécifique sans pour autant pouvoir prétendre à la propriété de l'ensemble de ses actifs. C'est donc le dirigeant qui reçoit ces rentes, ce qui n'est pas anormal dans la mesure où il a du « financer » son investissement en capital humain (compétence spécifique).

somme unique au début du contrat, le dirigeant risquant alors d'adopter un comportement opportuniste et de quitter la relation. Par contre le versement d'un flux régulier ou lissé est facilement réalisable et renvoie à la fonction (spécialisation) des actionnaires qui supportent le risque<sup>1</sup>. Néanmoins, ce faisant, les dirigeants ne touchent l'intégralité de leur rente que s'ils conservent leur poste au sein de l'entreprise. Ils n'ont donc aucun intérêt à entreprendre une décision qui heurte l'intérêt des actionnaires. Ils se trouvent en situation de dépendance vis-à-vis des actionnaires, ces derniers pouvant même adopter un comportement opportuniste en les révoquant, s'ils trouvent sur le marché un autre dirigeant capable d'assurer la continuité de la rente tout en la partageant avec eux<sup>2</sup>.

On arrive selon le modèle de Castanias et Helfat (1992) à la conclusion que la recherche de rente par le dirigeant, loin d'aller contre l'intérêt des actionnaires, joue au contraire comme un mécanisme de garantie que leurs intérêts ne seront pas lésés. Les actionnaires doivent donc encourager ces comportements. Qui plus est, ce sont alors les actionnaires qui sont susceptibles d'adopter un comportement opportuniste en faisant main basse sur des rentes qui reviennent au dirigeant. Les auteurs expliquent que des mécanismes spécifiques existent qui incitent le dirigeant à poursuivre la recherche de rente tout en leur garantissant une certaine protection. Les « golden parachutes » et les mécanismes anti-prise de contrôle (pilules empoisonnées) en font partie.

Sans s'attarder sur toutes les conséquences qu'emportent les deux modèles présentés<sup>3</sup>, ils font clairement apparaître que l'opportunisme dans le cadre de la relation entre actionnaires

---

<sup>1</sup> Il suffit par exemple que les dirigeants reversent à chaque période la différence entre le flux équivalent certain lissé qu'ils reçoivent des actionnaires et l'ensemble des flux qui leur reviennent réellement. Si toutefois le dirigeant ne tenait pas son engagement, il serait révoqué ou risquerait une prise de contrôle. Un outsider puissant, qui remplacerait un ensemble de petits actionnaires, disposerait en effet d'un pouvoir de négociation plus fort face au dirigeant et pourrait lui extraire une partie de ses rentes.

<sup>2</sup> Les rentes dégagées par le dirigeant dans cette présentation étant des rentes ricardiennes fondée sur des compétences plus ou moins spécifiques aux actifs de l'entreprise, il est peu probable que les actionnaires trouvent un autre dirigeant susceptible de créer une telle rente. Ils peuvent néanmoins en trouver un qui bien que créant des rentes moindres acceptera le poste.

<sup>3</sup> En particulier, ces modèles ont des conséquences sur le marché pour le contrôle des entreprises. Chez Shleifer et Vishny (1989) celui-ci présente des dysfonctionnements, tandis que pour Castanias et Helfat (1992) ce marché n'est pas une garantie de maximisation de la richesse des actionnaires par les dirigeants, mais plutôt un marché de l'appropriation de rentes, ce qui se révèle toutefois protecteur de l'intérêt des actionnaires.

et dirigeants n'est pas univoque. Les dirigeants sont aussi susceptibles de faire les frais d'un opportunisme actionnarial, et différents mécanismes spécifiques (attributs et composition du conseil d'administration, pilules empoisonnés...) offrent aux partenaires les moyens de se garantir une relation équilibrée ou de rééquilibrer leur dépendance mutuelle. Il reste que le rééquilibrage peut prendre un certain temps avant de s'opérer, autorisant ponctuellement un des agents à adopter un comportement opportuniste.

La définition de l'opportunisme que nous avons retenue est réductrice<sup>1</sup> mais elle va nous permettre d'étudier sous un angle particulier, celui de la diversification, les relations entre actionnaires et dirigeants et de tester si le dirigeant répond à un comportement opportuniste lorsqu'il diversifie l'entreprise. Il reste que ce réductionnisme ne doit pas occulter l'aspect relatif de l'opportunisme. Des actes opportunistes se comprennent différemment suivant les intérêts mis en jeu. En ne considérant les actes des dirigeants que vis-à-vis des actionnaires, une partie des motifs des dirigeants peut nous échapper. Les dirigeants sont en relation avec l'ensemble des partenaires de l'entreprise (salariés, créanciers, Etat...) qui délimitent leur espace discrétionnaire, et il est possible que certaines actions du dirigeant, apparaissant comme opportunistes vis-à-vis d'un partenaire, aient été dictées par la pression d'un autre. De la même façon, le dirigeant peut se comporter de façon opportuniste s'il possède un différentiel de pouvoir vis-à-vis de son partenaire. La ressource sur laquelle il fonde son pouvoir (compétence, information) et la façon dont le comportement opportuniste se manifeste dépendent de l'environnement dans lequel il se trouve. L'environnement (en particulier les contraintes plus ou moins fortes que font peser sur lui les autres partenaires) dicte en partie au dirigeant les comportements opportunistes adoptables. Autrement dit, le champ des possibles du dirigeant est contraint par son environnement : reconnaître une liberté et une certaine autonomie aux acteurs ne conduit pas nécessairement à rejeter tout

---

<sup>1</sup> La définition retenue concerne le comportement des parties. Elle stipule simplement qu'un comportement opportuniste est avéré si, suite à une action, : 1) La partie non agissante voit ses intérêts lésés et, 2) la partie agissante peut être jugée gagnante à travers ses agissements.

déterminisme<sup>1</sup> dans l'explication de son comportement. Dans la prochaine sous-section nous montrons que les comportements opportunistes prêtés aux dirigeants, à travers les stratégies de diversification, doivent se comprendre et s'interpréter dans un environnement de temps et de représentations (des jeux joués par chaque acteur) particulier.

## **2.2 Les comportements opportunistes sont relatifs au contexte dans lequel ils sont appréciés : l'exemple des hypothèses d'opportunisme managérial par diversification.**

Nous pourrions nous contenter d'affirmer que si les stratégies de diversification se révèlent (en général) avoir un effet négatif sur la performance des entreprises et la richesse des actionnaires et que les dirigeants les mettent en œuvre dans leur intérêt, ces stratégies correspondent à un comportement opportuniste du dirigeant. Par la suite, en particulier au niveau des tests empiriques (chapitre 10) c'est la démarche qui sera adoptée. Il nous semble pourtant que la mise en lumière de liens possibles entre la naissance des hypothèses d'opportunismes, le contexte économique et les représentations en cours à l'époque se révèle instructive à plusieurs égards. Ceci permet d'une part de lancer un pont entre l'analyse menée dans la première partie et le cadre retenu pour cette seconde partie, et d'autre part d'aborder le cadre réduit des relations entre dirigeants et actionnaires vis-à-vis de la diversification avec un certain recul, en ayant conscience de ses limites. Dans cette optique, plusieurs points nous semblent devoir être abordés.

D'abord, nous pouvons lier la conjoncture économique et ses principales caractéristiques au pouvoir dont disposent certains d'acteurs (actionnaires, salariés, Etat) face aux dirigeants. Ceci nous permettra de prendre conscience que le dirigeant ne sert pas uniquement ses intérêts lorsqu'il entreprend une diversification (voire même lorsqu'il prend n'importe quelle décision). D'autres intérêts sont en jeu qui, suivant le contexte, peuvent

---

<sup>1</sup> Comme nous l'avons déjà souligné, pour autant que les agents d'une catégorie sont considérés comme possédant des fonctions d'utilité "proches", les contraintes que leur imposent l'environnement devraient les conduire à adopter des comportements ressemblants. Il en ressort un déterminisme *apparent* qui ne remet pas en cause l'autonomie des individus. Nous arguons cependant par la suite que l'environnement peut aussi avoir un impact plus direct sur la "fonction d'utilité" des dirigeants à travers leur schémas cognitifs. Nous quittons alors le "modèle humain" de la théorie de l'agence pure.

l'inciter, voire le pousser à diversifier son entreprise. Le dirigeant, à travers ses éventuels comportements opportunistes, ne doit pas être considéré comme favorisant uniquement ses intérêts contre ceux des autres : il peut être « dominé » par un partenaire, et sous cette domination, entreprendre les actions qui, tout en favorisant les intérêts de la coalition dominante<sup>1</sup>, lui sont aussi bénéfiques. Il apparaîtra alors que le dirigeant, bien que possédant une inclination opportuniste et ses propres intérêts, peut se faire l'intendant d'un des partenaires (la coalition dominante), ce qui nous conduira à évoquer la « *stewardship theory* » (§ 2.2.1).

Dans la première partie nous avons vu que différents motifs théoriques existaient qui justifiaient ou non, suivant les contextes, la diversification. Les conjonctures économiques changeantes, mais aussi les outils d'analyse stratégique, les représentations des stratégies qu'ils véhiculent, le développement et les mutations des marchés financiers sont autant d'éléments qui ont été analysés comme devant conduire à une moindre efficacité des stratégies de diversification. Toutes ces forces ont été considérées comme plus ou moins exogènes, puis confrontées aux arguments théoriques afin d'en évaluer l'impact possible sur l'efficacité des stratégies de diversification. Or il est possible, comme le suggèrent certains auteurs (Gomez, 1996), que le paradigme théorique dominant influe lui aussi sur la viabilité des stratégies, via un impact sur les représentations, le comportement des individus et l'environnement de l'entreprise. Nous proposerons, sans prétendre être exhaustif et prendre en compte toutes les forces à l'œuvre, de voir dans quelle mesure le développement et l'imprégnation dans les esprits du cadre contractuel ne comportent pas en soi des conséquences sur l'efficacité des formes organisationnelles, voire des stratégies (§ 2.2.2). Enfin, après cette parenthèse conjecturale, nous reviendrons à une démarche plus modeste et positive en montrant simplement, sans les approfondir<sup>2</sup>, que les différentes hypothèses

---

<sup>1</sup> Le terme de « coalition dominante » renvoie à un ensemble d'intérêts fédérés disposant du différentiel de pouvoir le plus favorable vis-à-vis du dirigeant. Nous le traiterons, dans un but de simplification, à travers les catégories de partenaires généralement distingués dans les théories contractuelles : salariés (et les intérêts syndicaux qui y sont liés), actionnaires... La discussion reste très générale et à valeur d'exemple plus que d'étude fine telle que peut la pratiquer Mintzberg (1986) qui a aussi recours au terme de coalition dominante.

<sup>2</sup> L'inclination du dirigeant à entreprendre une diversification dans son propre intérêt fait l'objet du prochain chapitre.

d'opportunisme managérial émises peuvent être vues comme reflétant les préoccupations et l'interpénétration des théories de leur époque (§ 2.2.3).

### **2.2.1 Relativité de l'opportunisme managérial vis-à-vis du contexte économique<sup>1</sup>**

Les années 60 ont été décrites comme des années d'expansion stable, le plein emploi était, au moins jusqu'au milieu des années 60, de vigueur. Le marché financier action était au contraire assez peu développé, les entreprises se finançant plutôt auprès des banques dont on a vu qu'elles étaient (pour les financements à long terme) en partie satellisées par l'Etat. Le dirigeant se trouve donc face à deux catégories d'acteurs (des coalitions) essentielles au bon fonctionnement de l'entreprise : les salariés et leurs représentants (syndicats), dans une moindre mesure les banques affiliées au trésor. Les actionnaires conservent certes leurs prérogatives légales (embauche, rémunération, contrôle, révocation), mais les dirigeants ne sont pas ou peu dépendants des actionnaires pour le financement à long terme de l'entreprise. Dans ce contexte où nous avons vu que la diversification n'avait pas d'impact négatif avéré sur la performance des entreprises, une diversification peut être entreprise par le dirigeant sans qu'elle renvoie à la satisfaction unique de ses intérêts. La diversification (en particulier par acquisition) va créer des possibilités de promotion pour les jeunes managers d'unités ou de subdivision, permettant de conserver et de développer leurs talents managériaux au sein de l'entreprise (Donaldson 1984). La pression exercée par les salariés proches de la direction dans ce contexte de plein emploi trouve un reflet dans l'importance prise par les ressources humaines à la fin des années 60<sup>2</sup>. Cette période est aussi celle d'une forte syndicalisation et revendication comme en atteste le mouvement de 1968. Les salariés constituent donc une

---

<sup>1</sup> Ce paragraphe reprend, en intégrant une inclination supposée du dirigeant à diversifier son entreprise, la remarque faite en conclusion de la première partie sur le caractère multiforme du concept d'efficacité qui dépend en particulier des partenaires concernés. Le dirigeant peut bien apparaître comme opportuniste et nuire à une catégorie de partenaires lorsque sont considérés uniquement ces deux acteurs, il n'empêche que la prise en compte de partenaires plus nombreux peut faire apparaître ce comportement comme efficace du point de vue de l'ensemble des partenaires considérés.

<sup>2</sup> Enjeux les Echos (juillet-août 1998, p.83 et inf.) relève ainsi que plusieurs grands patrons (Antoine Riboud chez BSN, Georges Chavanet chez Leroy Somer) se mettent à la gestion des ressources humaines au début des années 70. Les ressources humaines sont alors entendues dans un sens plus large que les seuls managers de divisions, proches de la direction générale.

ressource avec laquelle la direction doit compter. La politisation des affaires, de part le rôle de financement joué indirectement par l'Etat, peut aussi inciter les dirigeants à acquérir des entreprises non liées (difficultés, risque de licenciement) afin de faciliter leur accès aux capitaux<sup>1</sup>. Que compte alors l'actionnariat diffus (le « flottant ») face aux pressions qui peuvent s'exercer sur les dirigeants afin qu'ils maintiennent l'emploi et fassent progresser leurs salariés en leur sein ? Certainement assez peu, d'autant que nous avons caractérisé les années 60 et le début des années 70 comme assez favorable à un mouvement de diversification.

La situation s'inverse complètement dans le courant des années 80 : le chômage de masse progresse à vive allure tandis que les syndicats reculent, l'Etat se désengage de la sphère économique mettant en place un marché financier réformé qui attire les investisseurs étrangers. Dans ce nouveau contexte, où les entreprises font face à une montée de leur besoin de financement pour s'imposer dans des marchés élargis, le rapport de force et de pression sur la direction change complètement : les dirigeants doivent satisfaire ceux qui leur donneront les moyens de leur expansion et de leur survie, c'est-à-dire les actionnaires et non plus les salariés. Il est alors probable qu'ils accordent dès lors plus d'importance aux intérêts des actionnaires qu'à ceux des salariés. Leur politique de cessions-acquisitions se fera (au moins en partie) en tenant compte de la réaction anticipée de la communauté financière. Les diversifications, qu'ils entreprennent, devraient se faire plus prudentes ou sous une forte pression des actionnaires (cas où la faible rentabilité actuelle pousse l'entreprise à investir sur de nouveau marché, cf. chapitre suivant).

Il est ainsi possible de concevoir le dirigeant comme poursuivant son intérêt propre dans le champ que lui laisse ou que lui offre la coalition dominante suivant les époques. Le dirigeant, même s'il peut adopter des comportements opportunistes, ne le ferait pas contre les intérêts les plus puissants, il pourrait au contraire se faire l'intendant dévoué de ces intérêts. Les actionnaires ayant accru leur différentiel de pouvoir au cours des années 80 (cf. chapitre

---

<sup>1</sup> Paquerot (1996, p. 124) cite ainsi l'exemple de Bouygues qui a racheté les Menuiseries de Meymac devenant ainsi le premier employeur de Corrèze au moment où J.Chirac était Ministre du Budget et Député de la Corrèze (i.e avant 1974).

3), l'opportunisme managérial ne se manifesterait dès lors plus contre eux. Dans la mesure où ces intérêts sont dominants parce qu'ils sont nécessaires à l'efficience organisationnelle dans la période où ils sont considérés, les dirigeants peuvent alors être vus comme maximisant la performance organisationnelle. La maximisation de la valeur pour les actionnaires est ainsi considérée par certains comme profitable à tous les partenaires (Copeland 1995)<sup>1</sup>. Nous rejoignons ainsi, au prix certes d'un détour et en reconnaissant qu'il existe des différentiels de pouvoir, la « *stewardship theory* » (théorie de l'intendance) (Donaldson 1990, Donaldson et Davis 1991, Donaldson 1995) pour laquelle le dirigeant n'est pas l'être opportuniste que décrivent la théorie de l'agence et ses affiliés (théories des coûts de transaction, théorie de l'enracinement).

En fait, il est possible, sans nier *l'inclination opportuniste* du dirigeant, de considérer que celui-ci n'adoptera pas de comportements opportunistes vis-à-vis des détenteurs de ressources cruciales au développement de l'entreprise. On se rapproche ainsi de la théorie de l'intendance, mais en reconnaissant que les intérêts privilégiés par le dirigeant peuvent changer suivant l'importance que prennent les ressources dans un contexte économique.

Il nous est alors possible de dégager plusieurs courants théoriques suivant les conséquences de l'inclination opportuniste du dirigeant sur son comportement :

- la théorie de l'enracinement (Shleifer et Vishny 1988, 1989, 1991 ; Morck et al. 1990; Paquerot 1996) conçoit le dirigeant comme mettant en œuvre à son profit des comportements opportunistes en instrumentalisant en partie son environnement et les relations avec les autres partenaires. Les marchés ne sont pas efficients, ils présentent des imperfections et ne sont pas en situation d'équilibre. Le dirigeant cherche à augmenter son espace discrétionnaire, à se dégager des contraintes que lui imposent les autres partenaires. C'est la théorie de l'opportunisme comportemental avérée,
- la théorie de l'intendance, telle que nous venons de la présenter, conçoit que le dirigeant

---

<sup>1</sup> Ce point de vue peut être contesté, une trop forte dépendance des dirigeants envers les actionnaires étant souvent suspectée de privilégier la rentabilité à court terme au détriment des capacités d'adaptation et de création de valeur (pour tous les stakeholders) à long terme. Cf. Prahalad (1997) ou le débat entre Hamel et Stern (1995).

puisse avoir des inclinations opportunistes. Néanmoins ces inclinations ne se manifestent pas sous forme comportementale vis-à-vis des partenaires dominants dont les ressources sont cruciales pour le développement de l'entreprise. Ils peuvent certes adopter des comportements qualifiables d'opportunistes vis-à-vis de certains partenaires, mais ces derniers sont des partenaires « faibles » qui apportent peu à l'organisation. Le dirigeant ne cherche pas systématiquement à s'affranchir des contraintes que lui imposent ses partenaires : il adopte les intérêts de la coalition la plus puissante et poursuit ses objectifs dans le champ qui lui est alors offert. Dans cette conception, les marchés ne sont pas forcément équilibrés, suivant les conditions des marchés le dirigeant se fera l'intendant d'une partie plutôt que d'une autre mais, quoi qu'il en soit contribuera à la performance organisationnelle<sup>1</sup>,

- enfin il est possible de considérer un troisième point de vue où les différents marchés (travail, capital humain, capital physique, capital financier, information) sont relativement efficaces, proche de l'équilibre. Dans ce contexte, les dirigeants même s'ils possèdent des inclinations opportunistes, ne peuvent les transformer en comportements opportunistes. Nous nous situons alors dans une théorie de l'équilibre, la discrétion managériale est très faible, voire nulle.

Il apparaît que le mouvement de diversification et d'éventuel « dé-diversification » (cf. chapitre 5) doit s'analyser non seulement en confrontant un environnement avec les motifs théoriques d'une diversification, mais aussi en tenant compte des intérêts que peuvent faire valoir les acteurs dominants suivant les contextes. Si la diversification présente, dans l'époque actuelle, plus de désavantages que d'avantages et que cela se répercute sur la rentabilité pour les actionnaires (cf. chapitre 4), ces derniers devraient contraindre le dirigeant à limiter la diversification. Le dirigeant devrait réduire (plus ou moins « volontairement » selon le courant théorique) la diversification ou tout au moins la recherche de satisfaction de ses propres

---

<sup>1</sup> Nous devons préciser que dans cette perspective, lorsque nous parlons de performance organisationnelle, il ne s'agit pas d'une performance en niveau absolu, mais plus d'une efficacité organisationnelle au troisième, voire au second degré telles que les explicite Charreaux (1999, p. 107-115) : le dirigeant s'associe aux intérêts dominants de son environnement afin de permettre à l'organisation entreprise de se maintenir dans son environnement.

objectifs par diversification. En prenant du recul, ceci nous conduit à affirmer que l'environnement et les intérêts et représentations, que l'on prête aux agents, doivent être envisagés simultanément dans l'étude du mouvement de diversification et l'étude d'éventuels comportements opportunistes. Dans le prochain paragraphe nous montrons qu'il peut exister une relation réciproque entre l'environnement et les représentations des acteurs qui dépendent du paradigme théorique dominant.

### **2.2.2 Une relation réciproque entre environnement et représentations des acteurs**

Les possibilités offertes au dirigeant d'adopter un comportement opportuniste sont donc plus ou moins étendues suivant les conditions environnementales (états des marchés) que l'on suppose établies. L'inclination opportuniste est toujours supposée dans le cadre des théories contractuelles, mais ne mène pas systématiquement à un comportement opportuniste. L'environnement contribue ainsi à façonner le jeu des acteurs. La forme que va prendre le contrat, les institutions qui vont gouverner la relation, vont varier suivant la spécificité des actifs, l'anticipation que font les agents des possibles comportements opportunistes que pourrait adopter le dirigeant... toutes choses liées à l'environnement de l'entreprise en particulier à l'état des marchés.

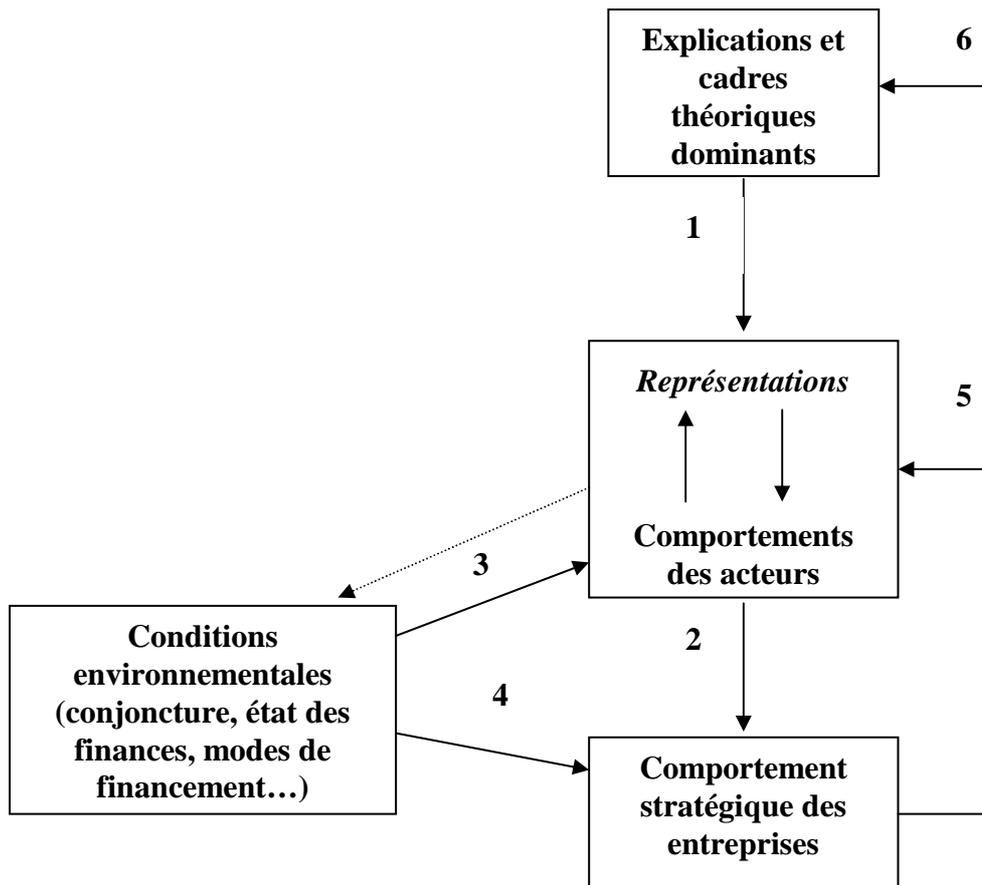
Or, il est possible (Gomez, 1996, p. 153-155), que les représentations opportunistes et « égoïstes » que véhiculent ces théories, à travers leur imprégnation progressive des esprits à partir du milieu des années 70, aient en retour un effet sur l'environnement de l'entreprise. Autrement dit, l'adoption du paradigme des théories contractuelles pourrait influencer l'environnement à travers les représentations et les comportements qu'elle génère en partie. Dans cette conception, l'outil d'analyse influencerait, même si ce n'est que marginalement, sur l'objet analysé.

On a, par exemple, présenté le phénomène d'externalisation lié au mouvement de recentrage des entreprises sur leur métier comme le résultat possible d'une baisse des coûts de transaction sur le marché. Cette baisse des coûts de transaction a été réalisée, entre autres, par le développement des nouvelles technologies de la communication et de l'information,

permettant une standardisation de procédures apparaissant auparavant comme complexes (Joffre 1999). La représentation des acteurs n'intervient pas dans cette analyse : on propose, en faisant référence à la théorie des coûts de transaction et à l'opportunisme (selon Williamson) qui lui est consubstantiel, une explication d'un phénomène d'externalisation. Or il est possible que l'explication même du phénomène, selon ce paradigme, contribue à l'alimenter. Si les théories contractuelles, en particulier la théorie des coûts de transaction, contribuent, comme peut le suggérer Gomez (1996), à légitimer l'opportunisme au sein des organisations, elles peuvent en retour impliquer une augmentation des coûts internes à l'organisation. Les agents, en adoptant comme clé de lecture de leur environnement la théorie des coûts de transaction vont suspecter chez leurs partenaires plus d'opportunisme et se comporter eux-mêmes de façon plus opportuniste ou individualiste qu'ils ne l'auraient fait avec un autre cadre théorique. S'il n'intervient pas rapidement de nouvelles formes de contractualisation, les structures qui gouvernent les relations au sein de l'organisation deviennent moins efficaces (l'opportunisme devenant plus fort). En conséquence, le phénomène d'externalisation observé peut s'analyser autant comme une hausse des coûts de transaction internes que comme une baisse des coûts de transaction sur le marché. L'adoption d'un paradigme explicatif contribue ainsi, par le jeu des représentations qu'il véhicule, à modifier l'environnement.

Ce point de vue ne doit pas laisser penser que nous adhérons à l'idée selon laquelle les théories contractuelles présentées, en mettant l'accent sur d'éventuels comportements opportunistes pouvant entraîner une moindre efficacité des organisations vis-à-vis du marché, sont « anti-managériales » (Donaldson 1995). Il souligne simplement qu'en sciences de gestion, les explications théoriques d'un phénomène (par exemple la diversification) sont en interrelations avec les représentations et les comportements des acteurs. De la même façon que nous avons décrit les outils d'analyse stratégiques des années 70 (modèles matricielles) comme étant plutôt favorables à une large diversification, les courants théoriques qui se sont succédés (théorie des ressources de Penrose (1959), théorie managériale, puis théorie des coûts de transaction, théorie de l'agence, enfin retour aux ressources dans un cadre contractuel élargi) influent aussi sur les représentations communes des agents vis-à-vis des comportements stratégiques des firmes.

Il se crée ainsi un ensemble complexe d'interactions entre le cadre théorique (dominant), les représentations et comportements des acteurs, les conditions générales de l'environnement et les comportements stratégiques des entreprises que nous pouvons représenter ainsi :



La relation qui vient d'être décrite lie le cadre théorique retenu aux représentations des acteurs (flèche 1), et avance que les représentations des acteurs vont avoir un effet sur le comportement stratégique des firmes directement (flèche 2) mais aussi indirectement via la hausse possible des coûts de transaction internes à l'organisation (flèches 3 et flèche 4). Il s'ensuit que le cadre théorique retenu (théorie des coûts de transaction dans notre exemple) explique le mouvement d'externalisation observé mais contribue aussi à l'alimenter à travers l'impact des représentations des acteurs sur « l'environnement » de l'entreprise (hausse des coûts de contractualisation interne à l'entreprise).

La première partie de la thèse a surtout insisté sur l'impact direct des conditions environnementales sur les représentations (outils d'analyse stratégique) et sur le comportement stratégique des entreprises (besoin de financement, ouverture des frontières...). Il ne faut pas pour autant négliger les autres interactions, ainsi le comportement stratégique, s'il est en partie guidé par les conditions environnementales de l'entreprise, va en retour exercer un impact sur les représentations des acteurs (flèche 5). On a ainsi montré que les désinvestissements se sont multipliés au cours des années 70 sous la pression d'une baisse des ressources financières (chapitre 3, § 2.2). La multiplication de ce genre d'opérations a engagé un changement dans les modes de pensée des dirigeants : conçu initialement comme une opération forcée, guidé essentiellement par le besoin de ressources financières, le désinvestissement s'est peu à peu intégré dans un plan stratégique, devenant une opération programmée ne comportant plus une notion d'échec. Le schéma que nous proposons, en liant les comportements des individus à l'ensemble des conditions de leur environnement (avec une interaction constante entre comportement et représentation), renvoie autant à la théorie des conventions qu'à celle de l'agence ou des coûts de transaction<sup>1</sup>.

Il nous reste à montrer que le comportement stratégique des entreprises peut potentiellement influencer sur les explications théoriques (hypothèses testables) proposées. Les hypothèses d'opportunisme managérial qui ont été successivement proposées concernant la diversification peuvent ainsi être rapprochées du comportement stratégique observé des entreprises.

### **2.2.3 Hypothèses d'opportunisme managérial, contexte économique et théories sous-jacentes**

Sans entrer dans une présentation détaillée des tenants et aboutissants des différentes hypothèses d'opportunisme par diversification attribuées au dirigeant (cf. chapitre suivant), un passage en revue, chronologique, rapide, de ces hypothèses montrent qu'elles recourent les

---

<sup>1</sup> Pour une présentation de la théorie des conventions dans le cadre du gouvernement d'entreprise, nous renvoyons à Gomez (1996). Une présentation plus générale (et plus approfondie) de cette théorie peut être trouvée dans Gomez (1994), une analyse économique dans Orléans (1994) (« sous la direction de » A. Orléans).

préoccupations de leur époque. Les formes que peut prendre l'opportunisme sont ainsi envisagées différemment, même si la diversification de l'entreprise reste en cause.

Les théories contractuelles exposées fondent leurs hypothèses sur le comportement des dirigeants des théories managériales qui les ont précédées. Selon les théories managériales, les dirigeants tirent une satisfaction de leur salaire, la sécurité (de leur emploi), leur pouvoir, leur statut, leur prestige, leur excellence professionnelle et enfin à travers l'expansion de l'entreprise (Williamson 1963)<sup>1</sup>. Tous ces motifs qui vont guider les choix des dirigeants sont, bien entendu, plus ou moins liés. La maximisation des objectifs liés au chiffre d'affaires peut être un moyen pour le dirigeant de satisfaire ses autres objectifs, ils ont donc particulièrement retenus l'attention. L'expansion de la firme est recherchée à travers la maximisation du chiffre d'affaires de l'entreprise (Baumol, 1959) ou à travers la maximisation du taux de croissance de son chiffre d'affaires (Baumol 1962, Marris 1963). Dans un contexte économique de croissance régulière et soutenue, les entreprises connaissent aussi une forte croissance et voient leur taille augmenter encore plus rapidement que celle de leurs marchés (concentration) (cf. Chapitre 1, chapitre 3). La crainte alors exprimée par certains est de voir les dirigeants chercher à échapper à la concurrence sur le marché des biens et services par une augmentation de leur pouvoir de marché et de leur pouvoir congloméral (Galbraith 1967).

La diversification est alors perçue comme permettant à l'entreprise de croître (Penrose 1959) tout en conférant à l'entreprise un pouvoir congloméral qui la dégagerait de la pression concurrentielle (Montgomery 1994). En adéquation avec ce cadre, Williamson (1963) développe un modèle où les dirigeants cherchent à accroître leur satisfaction à travers des dépenses. Certaines de ces dépenses (les « émoluments ») étant directement liées aux rentes que peut tirer le dirigeant de la situation non parfaitement concurrentielle qui règne sur le marché des biens et services (Williamson parle de pouvoir de monopole dont on a vu qu'il devait être présent pour permettre d'atteindre le pouvoir congloméral, cf. chapitre 2, § 1.1).

---

<sup>1</sup> Williamson tire lui-même ces « objectifs » managériaux des écrits de Barnard (1962) Baumol (1959, 1962) et Simon (1961). Il étudie plus spécifiquement dans son article de 1963 les dépenses qui peuvent traduire la manifestation de la poursuite de ses objectifs propres par le dirigeant.

Ainsi dans le cadre des années 60, l'hypothèse d'opportunisme managérial<sup>1</sup> par diversification passe par l'imperfection (diminution de la concurrence) sur le marché des biens et services que fait craindre la croissance effrénée des entreprises, particulièrement de celles qui sont diversifiées. Le dirigeant détourne à son profit les rentes issues de la concurrence imparfaite qui règne sur le marché des biens et services<sup>2</sup>.

La crainte que le jeu de la concurrence soit vicié par les grandes entreprises s'estompe au cours des années de crise (années 70), en même temps que se développent les théories contractuelles de l'agence et des coûts de transaction (Jensen et Meckling 1976, Williamson 1975). Mais les entreprises tant américaines qu'européennes restent largement diversifiées. L'opportunisme manifesté par le dirigeant à travers une stratégie de diversification va changer de nature : le dirigeant poursuit alors une stratégie de diversification afin de réduire son risque d'emploi (Amihud et Lev, 1981). Le dirigeant ayant l'ensemble de son capital humain investi dans l'entreprise et tirant en général l'essentiel de ses revenus de son activité, il cherche à réduire ses risques de révocation, de perte de réputation, en réduisant la variabilité des résultats de l'entreprise et de ses cours boursiers. Il est gagnant en adoptant cette stratégie du fait de l'imperfection des incitations salariales et du contrôle qui s'exerce sur lui. A la base des coûts pour les actionnaires, qu'engendrent son comportement opportuniste, on trouve les transferts de richesse analysés selon les modèles d'agence et l'application à l'entreprise des modèles d'évaluation d'action (Black et Scholes, 1973 ;Galai et Masulis, 1976). Notons que l'hypothèse émise par Amihud et Lev (1981) ne fait que compléter, sans s'y substituer, les précédentes. C'est cette fois la diversification en soit, alors qu'elle atteint son apogée, qui est mise en cause.

On a vu qu'au cours des années 80, le terme de recentrage des entreprises sur leur

---

<sup>1</sup> Il s'agit bien d'un opportunisme au sens où nous l'avons défini puisque dans le modèle de Williamson (1963), les dirigeants entreprennent bien les investissements les plus créateurs de valeurs non dans l'intérêt des actionnaires mais dans le but de maximiser les rentes qu'ils détournent ensuite à leur profit sous forme de dépenses variées.

<sup>2</sup> Notons que selon Williamson (1963), l'expansion des entreprises dans de nouvelles activités ne se fera pas « au hasard », mais dans les activités dont il pourra retirer le maximum de bénéfices pour lui-même (sous forme de dépenses). Ceci pourrait l'inciter à investir dans des activités à fort taux de croissance, la rémunération du dirigeant étant liée à la taille de l'entreprise (cf. chapitre suivant).

métier de base revient comme un leitmotiv dans les écrits stratégiques et la presse spécialisée. La diversification est moins analysée sous l'angle des bénéfices que l'on peut en attendre que des coûts qu'elle engendre (dont font partie les coûts d'agence évoqués par Amihud et Lev, 1981). Comme nous l'avons montré dans la première partie (chapitre 3, § 3.1), ce retournement est concomitant avec plusieurs bouleversements dans l'environnement de l'entreprise (développement des marchés financiers, ouverture internationale accrue), mais aussi avec un recentrage des outils d'analyse stratégique sur la notion de compétence fondamentale de l'entreprise qui tranche avec les modèles matriciels de la période précédente. L'accent est mis sur les ressources propres à l'entreprise qu'elle doit valoriser dans les marchés. La diversification doit donc se faire de façon limitée autour des points forts de l'entreprise. Or le modèle de Shleifer et Vishny (1989), que nous avons déjà évoqué, fonde l'opportunisme du dirigeant sur un surinvestissement dans son domaine de compétence spécifique. Dès lors que la « quasi-rente »<sup>1</sup> générée par son surinvestissement dans des domaines où il dispose d'un avantage de compétence managérial se détériore (baisse de la profitabilité par rapport au secteur par exemple selon Shleifer et Vishny, 1989), le dirigeant serait alors tenté de diversifier son entreprise pour retrouver, dans de nouveaux secteurs, des « quasi-rentes » appropriables. On notera que dans cette perspective, les ressources des dirigeants (connaissances techniques, information, savoir-faire...) sont au cœur du comportement opportuniste, et qu'à la différence des autres hypothèses, la diversification intervient *a priori* (dans les firmes faiblement performantes par rapport à leurs pairs) plus comme un symptôme que comme une cause de la faible performance des entreprises. Nous verrons dans le chapitre suivant que cela dépend en fait de la façon dont sont définies les compétences spécifiques du dirigeant.

Sans constituer une démonstration d'une dépendance des hypothèses de comportement opportuniste (par diversification) face au contexte économique et au comportement stratégique observé (au moins à travers les discours et analyses théoriques) des entreprises, ce paragraphe met en évidence une concomitance entre ces éléments. On retrouve derrière cette

---

<sup>1</sup> Nous parlons de « quasi-rentes » puisque dans le modèle de Shleifer et Vishny (1989), le dirigeant maximise l'écart de valeur perçu entre la firme gérée par lui et gérée par la seconde meilleure équipe disponible sur le marché.

concomitance les traces de l'inclination opportuniste qui est prêtée au dirigeant, comme à tous les agents économiques, dans les théories.

## Conclusion

Ce chapitre nous a permis de préciser la notion d'opportunisme. Nous supposons qu'existe une inclination opportuniste chez tous les acteurs de l'entreprise. Celle-ci est prise en compte lors des décisions stratégiques. Etant anticipée, elle ne conduit pas forcément à un comportement opportuniste de la part des dirigeants. Enfin l'opportunisme n'est pas une relation univoque : la possibilité d'adoption d'un comportement opportuniste va dépendre des caractéristiques de l'environnement se manifestant en particulier à travers un déséquilibre dans la dépendance réciproque entre les agents. Rappelons que nous nous intéressons aux manifestations comportementales observables de l'opportunisme du dirigeant. Selon notre définition, le dirigeant sera réputé avoir entrepris un acte opportuniste si :

- il profite réellement ou vraisemblablement de son acte (par exemple à travers une diversification),
- les actionnaires subissent une perte imputable à ses agissements.

Nous avons cependant vu que cette définition restreinte, si elle présente l'avantage d'être opérationnelle dans un cadre empirique, cache le caractère relatif de l'opportunisme. L'opportunisme est relatif à la discrétion managériale dont dispose le dirigeant. Lorsque plusieurs agents sont considérés, le dirigeant peut très bien, même s'il en retire un bénéfice personnel, ne pas être totalement libre de ses actes car obligé par un de ses partenaires. En se référant à la définition générale de l'opportunisme (Le Robert, édition 1993) en tant que « *politique qui consiste à tirer parti des circonstances, à les utiliser au mieux en transigeant, au besoin, avec les principes* », le dirigeant peut très bien apparaître comme opportuniste envers, par exemple, les salariés alors qu'il ne fera qu'agir dans l'intérêt et sous pression des actionnaires. Il existe donc des degrés dans l'opportunisme (lié à son caractère intentionnel) que ne prend pas en compte notre définition. Enfin, nous avons montré que l'opportunisme postulé des dirigeants est lié à l'environnement dans lequel il est étudié : non seulement celui-

ci peut avoir un impact sur l'environnement, mais l'opportunisme et les motifs qui poussent le dirigeant à entreprendre une diversification varient au fil du temps suivant les caractéristiques dominantes de l'environnement et la perception des mouvements stratégiques qui sont elles-mêmes liées. Les différentes hypothèses évoquées faisant de la diversification un objectif managérial pouvant conduire (ou résultant) à un comportement opportuniste sont plus complémentaires qu'antinomiques ou subsituables. Nous les développons dans le chapitre suivant.

# **CHAPITRE 7 : Diversification, satisfaction des objectifs managériaux et coûts pour les actionnaires**

Différents objectifs propres au dirigeant lui confèrent, selon les théories contractuelles, une inclination à entreprendre une diversification de l'entreprise. Cette inclination porte en germe un comportement opportuniste vis-à-vis des actionnaires lorsque les conditions environnementales de l'entreprise sont, comme nous l'avons soutenu dans la première partie, peu favorables à une diversification. Nous présentons et discutons dans ce chapitre des différents motifs prêtés au dirigeant qui l'incitent à entreprendre une diversification en mettant en évidence les coûts pour les actionnaires qui peuvent en résulter. Notre présentation des motifs et des coûts, qui y sont potentiellement attachés, suit les mouvements théoriques proches et liés qui se sont succédés : théories managériales (Section 1), théorie de l'agence (Section 2) puis théorie de l'enracinement (Section 3).

## **SECTION 1 : L'optique des théories managériales - diversification et croissance de l'entreprise**

La « fonction d'utilité » du dirigeant ne dépend pas seulement, à l'instar de celle postulée pour les actionnaires, de leur richesse monétaire (pour un niveau de risque). Le dirigeant accorde certes de l'importance à des objectifs pécuniaires, en particulier son salaire. Il recherche aussi la sécurité (stabilité de son revenu et de son emploi), le pouvoir (à travers le montant des ressources ou effectifs contrôlés), et est sensible à son statut, le prestige qu'il lui confère et l'excellence professionnelle qui lui est reconnue. Ces motifs sont tous plus ou moins liés. Les éventuelles manifestations opportunistes (envers les actionnaires) peuvent être rattachées à la satisfaction d'un de ces motifs quelle que soit la perspective théorique adaptée (théorie managériale, de l'agence, de l'enracinement). Il est un objectif qui les recouvre en partie et auquel la théorie managériale accorde une grande importance : la préférence du dirigeant pour la croissance de son entreprise (Baumol 1959, 1962 ; Marris 1963). Nous nous

concentrons dans cette section sur la diversification en tant que moyen de croissance de l'entreprise<sup>1</sup>. En faisant croître l'entreprise par diversification, le dirigeant pourrait satisfaire ses objectifs pécuniaires (i.e. son salaire), de prestige (taille), de pouvoir (ressources contrôlées)<sup>2</sup>. Après avoir montré qu'à travers une diversification et son impact sur la taille et la croissance de l'entreprise, le dirigeant peut tirer des bénéfices de cette stratégie (§ 1.1), nous nous attacherons à souligner les coûts que peut entraîner cette croissance par diversification pour les actionnaires (§ 1.2).

## **1.1 La diversification comme moyen de croissance et ses bénéfices pour le dirigeant**

On observe depuis longtemps une corrélation positive entre diversification et taille et entre diversification et croissance<sup>1</sup>. Il convient néanmoins d'expliquer comment et pourquoi la diversification est quelquefois recherchée par le dirigeant comme moyen de croissance (§ 1.1.1). Nous développerons ensuite les intérêts que représente ce mode d'expansion pour le dirigeant (§ 1.1.2).

### **1.1.1 La diversification comme moyen de croissance et de survie de l'entreprise**

Selon Mueller (1987, p. 29) il ne fait aucun doute, même si quelques résultats divergent, que diversification et taille ainsi que diversification et croissance sont positivement corrélées. Ceci implique que les entreprises, une fois une certaine taille atteinte, se diversifient ou que les entreprises qui se diversifient connaissent une croissance plus importante.

---

<sup>1</sup> Les objectifs managériaux dont le lien est plus ténu avec la taille et la croissance de l'entreprise (stabilité des revenus, de l'emploi) seront traités dans les sections suivantes.

<sup>2</sup> Les objectifs managériaux peuvent se traduire par une préférence du manager pour la taille et la croissance lesquelles permettent de les satisfaire. C'est ce que nous arguons ici. Il est aussi possible de considérer que la taille ou la croissance sont en soi des arguments de la fonction d'utilité du dirigeant liés aux autres, et non uniquement un moyen de satisfaire les autres. Williamson (1963) avance que les préférences du dirigeant se traduisent dans certaines dépenses, il ne rejette néanmoins pas la préférence pour la croissance comme moyen d'augmenter ces dépenses.

Deux types de diversification doivent être distingués : la diversification par croissance interne et la diversification par croissance externe. Quel que soit le mode d'expansion, la diversification permet d'accroître la taille et le taux de croissance de l'entreprise. Nous nous concentrerons surtout sur la diversification par croissance externe. Comme nous l'avons déjà remarqué (chapitre 3), la croissance externe est devenue un moyen de croissance privilégié au cours des années 80. Elle présente différents avantages : dans un contexte de concurrence intensive, la conquête de parts de marché est difficile, il est moins risqué d'acheter des parts existantes (croissance externe) que de les construire de toute pièce en interne. La croissance externe multiplie ensuite les marchés cibles potentiels, tandis qu'une croissance interne devra tenir compte de contraintes (techniques, commerciales...) qui réduisent souvent le champ de la croissance à des domaines connexes (expansion concentrique, diversification liée).

Plusieurs facteurs peuvent inciter la firme à s'étendre par diversification (Hoskisson et Hitt 1990). Face à un marché qui arrive à saturation ou dont les cash-flows à venir sont incertains, une entreprise aura tendance à chercher l'expansion dans d'autres marchés. Si de nouveaux concurrents disposant d'avantages concurrentiels (coût de la main d'œuvre par exemple) apparaissent sur le marché principal d'une firme domestique, cette dernière peut être tentée d'investir dans de nouveaux secteurs (reconversion) plutôt que de se battre pour ses parts de marché. Ce début de reconversion se traduit, au moins dans un premier temps, par une augmentation de son chiffre d'affaires. C'est ainsi que Chandler (1989, 1992) décrit la réaction des entreprises américaines face à l'arrivée de concurrents asiatiques « agressifs » sur des marchés auparavant stables. La forme M adoptée par ces entreprises leur aurait permis d'investir dans de nombreux secteurs (souvent non liés) afin de se garantir des voies futures de développement en cas de perte de marché. Plus généralement, l'entreprise, en anticipant sur le cycle de vie du produit, est incitée à investir dans de nouveaux secteurs afin de garantir sa survie à long terme. Dès lors qu'un marché arrive à saturation, l'entreprise investira dans des secteurs plus ou moins connexes aux siens pour lesquels les perspectives de croissance et de profits sont plus importants.

---

<sup>1</sup> Cf. les études de Gort (1962) et Berry (1975) pour les Etats-Unis, de Caves et al. (1980) pour le Canada, de Hassid (1975, 1977) pour la Grande Bretagne. On retrouve des résultats concordants pour la France dans l'étude de Thollon-Pommerol (1990).

La phase du cycle de vie du produit (voire du secteur) et l'incertitude pesant sur les cash-flows à venir nous renvoient aux perspectives de profits de l'entreprise. Tant un niveau élevé qu'un niveau faible de profit ont été avancés comme motif d'une croissance par diversification. De faibles perspectives de profits correspondent à la situation que nous venons de décrire. Dans ce cas le dirigeant cherchera à réorienter les ressources de l'entreprise vers des secteurs présentant de meilleures perspectives « *et une croissance plus rapide* » (Shleifer et Vishny, 1988, p. 14). Si la situation financière de l'entreprise se dégrade et menace le dirigeant dans son poste, il sera incité à entrer dans de nouveau secteur où il pourrait faire mieux (Shleifer et Vishny 1990). C'est aussi le point de vue partagé par Rumelt (1974) qui pense que de bonnes performances « *éliminent les besoins d'une plus grande diversification* » (p. 125). Mais le point de vue opposé est envisageable. Une firme qui dispose d'une situation oligopolistique dans un secteur et d'un bon niveau de performance va se heurter à la politique anticoncurrentielle si elle désire s'accroître dans son secteur principal. Or elle dispose par ailleurs d'importantes ressources financières. Elle va donc entreprendre une diversification. On peut généraliser le cas de la firme oligopolistique à toutes les firmes qui, bien que disposant d'un bon niveau de performance, ne veulent pas (stratégies de niche) ou ne peuvent pas (risque de réaction de la part de la concurrence<sup>1</sup> ou des pouvoirs publics) investir dans leur secteur principal et chercheront par une diversification à réinvestir leur cash dans des secteurs porteurs ou en croissance<sup>2</sup>.

La croissance par diversification se révélera en général préférable (ou préférée) à une croissance dans le secteur de l'entreprise dans les cas où la position de l'entreprise est faible ou contestée, ou au contraire si elle dispose d'un bon niveau de performance et de cash flows en abondance. Dans tous les cas, cette diversification, surtout si elle se fait par croissance externe, privilégiera les marchés à forte croissance où les perspectives de profits sont les plus

---

<sup>1</sup> En l'absence de changements technologiques majeurs, il est aussi possible qu'une entreprise qui aurait les moyens (bonne performance) de se développer dans son secteur d'origine en accroissant sa part de marché au détriment d'autres ne le fasse pas, par peur d'une riposte de ces dernières. Fligstein (1990) décrit ainsi le monde industriel comme celui où certaines entreprises, de part leur taille et leur puissance, dissuadent les plus petites de trop s'étendre, même si ces dernières sont efficaces. Les plus petites, sauf à disposer d'un avantage décisif, accepteraient cet état de fait : elles en profiteraient car leur marché serait ainsi stabilisé.

<sup>2</sup> On retrouve derrière ce comportement l'hypothèse de « free cash flow » avancée par Jensen (1986).

élevées à terme. Ce sera le cas en particulier parce que le dirigeant( selon les préférences qui lui sont généralement prêtées) profite de la croissance que lui offre la diversification.

### **1.1.2 Les avantages pour le dirigeant de la croissance par diversification**

En augmentant la taille et le taux de croissance de l'entreprise par diversification, les dirigeants satisfont certains de leurs objectifs. Nous traitons successivement des bénéfices managériaux liés au pouvoir, prestige et statut, puis ensuite de ceux liés à son salaire.

En augmentant la taille de son entreprise, le dirigeant augmente le montant des ressources sous son contrôle. Les ressources, dans un sens très large, désignent le patrimoine et les fonds générés par l'entreprise. Elles contribuent à améliorer le prestige dont jouit le dirigeant au sein de la communauté des dirigeants, et de la société en général. Etant jugé responsable d'une plus grande quantité d'actifs, d'hommes, son prestige augmente au sein de sa communauté. Par ailleurs, si la taille et la croissance font partie des arguments de la fonction d'utilité des dirigeants, celui qui parvient à faire entrer son entreprise parmi les plus importantes ou qui est nommé dans une grande entreprise peut être admiré pour sa réussite. Dans un sens plus étroit, le terme « ressources » fait référence à la « richesse de l'entreprise » (Donaldson 1984)<sup>1</sup> ou, dans un sens encore plus étroit, désigne les ressources valorisables par (et valorisante pour) le dirigeant (Williamson 1963<sup>2</sup>). Entendues dans ce sens, les ressources de l'entreprise augmentent aussi avec la taille de l'entreprise (personnel, émoluments, nombre de projets en cours...), elles contribuent à augmenter l'impression de pouvoir dont dispose le dirigeant (Jensen 1986). Il en tire plus de profit personnel (émoluments) sans que cela ne soit trop apparent si la quantité des ressources dirigées augmente.

---

<sup>1</sup> La « richesse de l'entreprise » selon Donaldson (1984) est définie comme « l'ensemble du pouvoir d'achat à la disposition du dirigeant dans des buts stratégiques durant une période donnée », ce qui en pratique rassemble « le cash, les crédits, et les autres pouvoir d'achat par lesquels le dirigeant commande des biens et services » (p. 22).

<sup>2</sup> Rappelons que pour Williamson (1963), ces « ressources » correspondent, dans un sens assez proche de celui que leur confère Donaldson (1984) à des dépenses « discrétionnaires » desquelles le dirigeant tire une satisfaction. On y trouve les dépenses de personnel, les dépenses pour « émoluments », et « les fonds disponibles pour des investissements discrétionnaires qui ont une valeur additionnelle à celle qui découle de leur productivité » (p. 1034).

Enfin la croissance permet au dirigeant d'affirmer son pouvoir sur ses dirigeants subalternes (dirigeants de divisions, cadres supérieurs) en s'assurant de leur loyauté et en concluant éventuellement des contrats implicites avec eux (Paquerot 1996)<sup>1</sup>. En effet, la diversification assurant une croissance régulière, elle offre aux dirigeants subalternes des opportunités de promotion (Donaldson 1984) qui garantissent au dirigeant une loyauté et un plus faible turnover de ces cadres supérieurs. Les opportunités de promotion offertes se révèlent profitables pour l'entreprise dans la mesure où les salariés sont plus enclins à investir dans leur capital humain (Zabojnik 1998), et parce que l'émulation ainsi créée favorise l'émergence de nouveaux talents (Morck et al., 1990, p. 33). En résumé, une croissance par diversification assure au dirigeant une loyauté de ses subalternes tout en permettant la création d'un « marché interne du travail » qui se révèle bénéfique pour l'entreprise. Les bénéfices potentiels escomptables d'un plus fort investissement en capital humain des salariés dans leur entreprise, via une croissance suffisante du chiffre d'affaires, sont même à l'origine de modèles qui expliquent ainsi que les salaires des principaux dirigeants sont indexés en partie sur le chiffre d'affaires de l'entreprise (Zabojnik 1998). Si l'impact de ces contrats de salaire sur l'investissement humain et l'efficacité qui en découle reste à tester empiriquement<sup>2</sup>, l'existence d'un lien positif entre taille ou croissance de l'entreprise et salaire du ou des principaux dirigeants est établie.

De nombreuses études montrent que la taille et la croissance de l'entreprise déterminent en partie la rémunération du dirigeant (Murphy 1985, Jensen et Murphy 1990, Gomez Mejia 1992, Rose et Shepard 1997, Aggarwal et Samwick 1999). En règle générale, taille et croissance de l'entreprise affectent positivement, de façon plus ou moins sensible, la rémunération des dirigeants, en particulier sa partie fixe, c'est-à-dire le salaire (Murphy

---

<sup>1</sup> Les contrats implicites tels que décrits par Paquerot (1996) sont appliqués à la théorie de l'enracinement qui fera l'objet de la troisième section.

<sup>2</sup> Chandler (1992) cite le Japon comme exemple de terrain où la mise en place de ce « marché interne du travail » aurait porté ses fruits en terme d'efficacité de l'organisation. Les entreprises japonaises sont en effet traditionnellement citées pour l'engagement de leurs salariés qui travaillent continuellement et s'identifient à leur entreprise en échange d'un « emploi à vie ». Par ailleurs la croissance de l'entreprise est un objectif qui prédominerait dans les entreprises japonaises. Néanmoins, l'exemple de la réussite japonaise est relativisé depuis l'article de Chandler. De plus, la mauvaise conjoncture que traverse le pays attaque les fondements même de la culture décrite : l'emploi à vie est remis en cause de même que la croissance à tout crin.

1985)<sup>1</sup>. En France, Pigé (1993) confirme que les dirigeants des grandes entreprises gagnent plus que ceux des petites<sup>2</sup>. Deux hypothèses sont avancées pour expliquer cet impact positif (Rose et Shepard, 1997) : la première stipule que ce surplus de rémunération correspond à la rétribution de compétences spécifiques au dirigeant ou à la contrepartie de la complexification qui accompagne souvent la taille de l'entreprise, la seconde avance que ce surplus de rémunération ne correspond pas à une quelconque rétribution pour le dirigeant, mais qu'elle dénote au contraire un comportement opportuniste du dirigeant qui, en augmentant la taille et la croissance de l'entreprise, cherche les rémunérations qui y sont associées sans qu'il apporte forcément une compétence en contrepartie<sup>3</sup>.

La rémunération constitue donc un avantage possible poussant le dirigeant à faire croître l'entreprise par diversification. Mais la question n'est pas aussi simple car la diversification est en soi un élément de complexification de la gestion de l'entreprise qui pourrait justifier une rémunération supplémentaire, en même temps qu'un possible motif de satisfaction pour le dirigeant pour des raisons non directement liées à la croissance de l'entreprise<sup>4</sup>. Par ailleurs, tant le montant que la forme (partie fixe contre partie variable) de la rémunération se trouvent affectés par la taille de l'entreprise (Rosen 1982). Etant donné que taille et diversification sont positivement liées, il convient de traiter la rémunération en rapport avec la stratégie suivie plutôt qu'en rapport direct avec la taille (ou la croissance) de l'entreprise.

---

<sup>1</sup> Caby et Hirigoyen (1997) proposent un panorama des études liant la performance de l'entreprise à la rémunération du dirigeant qui confirme les résultats des études que nous citons. Ils citent en outre Baker, Jensen et Murphy (1988) qui soulignent qu'en pratique, la détermination de la rémunération du dirigeant se fait en référence aux enquêtes de salaire fondées sur le lien entre taille et rémunération.

<sup>2</sup> Godard (1996) reporte aussi une étude réalisée par Hewitt pour le magazine l'expansion en 1991 mettant en évidence une forte corrélation (0,77) entre la rémunération annuelle globale du P.D.G (salaire fixe et rémunérations variables annuelles) et le chiffre d'affaires de son entreprise.

<sup>3</sup> En retenant ces deux hypothèses, nous évacuons celle, évoquée auparavant, de l'existence d'un contrat optimal fixant la rémunération du dirigeant en fonction de ses performances mais aussi de la croissance (Zabojnik 1998). Nous aurons cependant l'occasion d'y revenir dans le chapitre suivant concernant les moyens de contrôle du dirigeant puisqu'il revient (légalement) au conseil d'administration de fixer la rémunération du dirigeant.

<sup>4</sup> Le risque (pour le dirigeant) en particulier est un élément important lié à la diversification que nous étudions dans la prochaine section. Il peut influencer simultanément sur la satisfaction du dirigeant et sur la forme de la relation entre rémunération et taille et rémunération et performance de l'entreprise (Gomez-Mejia 1992, et, dans une moindre mesure, Rose et Shepard 1997).

Les résultats reportés par Rose et Shepard (1997) concernant l'impact de la diversification sur la rémunération du dirigeant (P.D.G.) font apparaître un impact positif du niveau de diversification (nombre de secteurs SIC2 ou indice d'Herfindahl) sur la rémunération du dirigeant. Cet impact est significatif tant sur le montant des salaires (rémunération fixe plus bonus) que sur la rémunération totale (incluant en plus les stock options, les rémunérations contingentes ou indexées) en tenant compte de la taille, de la performance (comptable et boursière) passée de l'entreprise, de son risque et de diverses caractéristiques du PDG. Il apparaît que l'impact du nombre de secteurs SIC sur la rémunération n'est pas tout à fait linéaire : les dirigeants gagnent surtout à ajouter un secteur s'ils sont dans une firme monoactivité, l'entrée dans un troisième secteur a un effet positif additionnel, mais il faut ensuite que l'entreprise intervienne dans 6 secteurs ou plus pour que le dirigeant voit sa rémunération augmenter à nouveau. Ces résultats laissent penser que le dirigeant a tout intérêt à diversifier son entreprise, mais ils sont fondés sur des données de panel et il est possible que les dirigeants des firmes diversifiées ne possèdent pas les mêmes caractéristiques (compétences en particulier) que ceux des firmes non diversifiées. Les dirigeants de firmes non diversifiées n'auraient alors peut être pas intérêt à entreprendre une diversification.

Rose et Shepard (1997) réalisent, pour le vérifier, des régressions des variations de la rémunération sur les variations concomitantes du niveau de diversification et sur les variations des autres variables de contrôle (taille, performance passée)<sup>1</sup>. Cette fois les résultats obtenus sont forts différents puisqu'une augmentation de la diversification se traduit, toutes variables de contrôle stables par ailleurs (le risque en est exclu), par une diminution de la rémunération, qu'elle qu'en soit sa mesure. Les auteurs en concluent que le différentiel de rémunération entre les dirigeants des firmes diversifiées et des firmes non diversifiées est imputable à des qualités (compétences) différentes entre ces deux types de dirigeant plutôt qu'à un comportement opportuniste du dirigeant qui entreprend une diversification. Par

---

<sup>1</sup> Les chercheurs n'incluent plus cette fois, sans préciser pourquoi, le risque (ou sa variation) dans leurs variables de contrôle. Cette omission, et les hypothèses contestables qu'ils émettent en se fondant sur le modèle de Shleifer et Vishny (1989), mènent à une remise en cause possible de leur conclusion selon laquelle le lien entre rémunération et diversification résulterait plus d'une adéquation « capacité-rémunération » que d'un enracinement du dirigeant, les deux explications n'étant d'ailleurs pas exclusives selon nous.

certaines de leurs résultats, ils sont conduits à penser que le dirigeant a tout intérêt à maximiser la croissance dans un secteur plutôt qu'à chercher la croissance via une diversification s'il veut espérer augmenter son salaire<sup>1</sup>. Mais ces premiers résultats ne tiennent pas compte du fait que la diversification permet aussi d'accroître le chiffre d'affaires et que les variations dans le chiffre d'affaires sont positivement associées aux variations dans la rémunération. Les auteurs (p. 509) montrent que plus l'entreprise est initialement diversifiée, moins est fort l'impact de la diversification sur la rémunération. En tenant compte de l'impact (positif) de la diversification sur la croissance de l'entreprise et de l'effet de ces deux variables sur la rémunération, il ressort que la diversification, *parce qu'elle permet de faire augmenter le chiffre d'affaires*, a un impact légèrement positif sur la variation des rémunérations des dirigeants. Le dirigeant est donc susceptible de privilégier une diversification, surtout par croissance externe (de par son impact positif sur le chiffre d'affaires), afin d'augmenter sa rémunération. Notons que d'autres études ne confortent pas ces résultats. Avery, Chevalier et Schaefer (1998) n'observent aucun impact d'acquisitions importantes sur les rémunérations des dirigeants, que ces acquisitions correspondent à une diversification ou non<sup>2</sup>. Nous serons amenés à revenir sur ce lien dans l'étude des moyens de contrôle du dirigeant.

En conclusion, la diversification, de par la croissance qui lui est associée, surtout si elle se fait par croissance externe, se révèle être profitable pour le dirigeant pour plusieurs raisons. Elle constitue un moyen de satisfaire les objectifs de pouvoir et de prestige qui sont prêtés au dirigeant, elle peut aussi lui permettre d'augmenter sa rémunération. La poursuite de ses objectifs par le dirigeant est de nature à l'inciter à entreprendre une diversification. Ce

---

<sup>1</sup> Les auteurs assimilent une (variation de la) diversification à un comportement d'enracinement à la Shleifer et Vishny (1989) tandis qu'ils ne semblent pas considérer que la recherche de croissance (variation positive du chiffre d'affaires) dans les secteurs existants de l'entreprise renvoie à un tel enracinement. Selon nous, le dernier comportement correspond autant, sinon plus, à un comportement d'enracinement tel que le décrivent Shleifer et Vishny (1989) que la croissance par diversification. En effet, selon Shleifer et Vishny (1989) la diversification est entreprise lorsque le dirigeant réoriente son enracinement, c'est-à-dire lorsqu'il se sent menacé dans son enracinement actuel. Nous reviendrons sur ces résultats dans la section 3.

<sup>2</sup> Ces chercheurs obtiennent des résultats tendant à montrer que le dirigeant ne profite pas directement pécuniairement des acquisitions entreprises. Il en tirerait un profit symbolique à travers une représentation dans de nombreux conseils d'administration. Le proxy du prestige utilisé par les chercheurs (le nombre de sièges dans des conseils) est parfois (Paquerot 1996) repris comme indicateur du pouvoir dont dispose le dirigeant pour accroître sa satisfaction personnelle... Si ce n'est pas la rémunération qui est recherchée par les dirigeants, cela reste un moyen d'augmenter sa satisfaction au détriment possible de celle des actionnaires.

faisant, il risque alors de léser l'intérêt des actionnaires car une croissance par diversification comporte des risques qui peuvent affecter la performance de l'entreprise pour les actionnaires. Nous traitons maintenant de ces risques liés à la recherche de croissance et des coûts qu'ils génèrent pour les actionnaires.

## **1.2 Les coûts liés à une croissance (excessive) par diversification**

Le passage en revue des études du lien entre diversification et performance (chapitre 4) a montré que dans la période récente, la diversification (tant en niveau qu'en tendance stratégique) était associée à une moindre valeur pour l'actionnaire. Les résultats des quelques études du marché français ne permettent cependant pas d'arriver à une conclusion tranchée, tant sur la période récente qu'au cours des années 70. Quoi qu'il en soit, les études du lien entre taille, mesurée le plus souvent par le chiffre d'affaires, et profitabilité de l'entreprise font apparaître en France ainsi qu'en Europe un lien plutôt négatif ou nul (Mueller 1987, p. 32). Pris ensemble, ces résultats suggèrent que la poursuite d'une croissance par diversification par le dirigeant heurte l'intérêt des actionnaires. Les coûts générés par une telle stratégie tiennent en partie au comportement même du dirigeant qui serait prêt à surpayer sa cible et/ou qui réduirait ses capacités et compétences de gestion en augmentant la diversité des actifs. Ils sont liés à une méprise du dirigeant sur ses capacités car certaines caractéristiques de l'entreprise peuvent lui laisser penser que la diversification n'a pas de limites, ou renvoyer à un comportement véritablement opportuniste de sa part.

Si les avantages perçus par le dirigeant d'une opération de croissance par diversification sont importants, celui-ci est capable de l'entreprendre même si elle va à l'encontre de l'intérêt des actionnaires. Compte-tenu des moyens de contrôle que nous étudierons au chapitre suivant, ceci sera envisageable surtout dans le cadre de croissance externe. Ainsi, un dirigeant pourrait surpayer une cible parce qu'il en tire des bénéfices privés. Ce « surpaiement » représente un coût pour les actionnaires si la cible acquise ne peut, par la suite, être revendue pour un prix au moins identique, autrement dit si l'investissement est en partie irréversible. Le caractère irréversible d'un investissement dépend de ses caractéristiques.

L'irréversibilité d'un investissement n'est jamais systématique dans la mesure où un autre dirigeant est lui aussi prêt (par la suite) à acquérir la cible, déjà surpayée, pour un prix supérieur à la valeur des cash-flows actualisés qui en sont attendus. Au-delà de la question d'une éventuelle irréversibilité, des raisons plus profondes laissent penser qu'une croissance par diversification trop importante engagée par le dirigeant risque d'entraîner une baisse de la valeur de l'entreprise.

Roll (1986) fonde le « surpaiement » des cibles acquises sur l'hypothèse d'un « complexe de supériorité » (« Hubris hypothesis ») que développent certains dirigeants. Ces derniers surestiment leur capacité de gestion lors de l'acquisition et en conséquence offrent une prime trop importante au détriment des actionnaires de l'acquéreur. Il n'est cependant pas nécessaire qu'existe un tel complexe pour que les actionnaires de l'acquéreur se trouvent lésés. Il suffit simplement que la capacité du dirigeant à gérer l'entreprise dans son intégralité soit négativement affectée par la diversité des actifs. Dans cette perspective, le dirigeant voit sa capacité à maîtriser l'ensemble des domaines couverts par l'entreprise diminuer au fur à mesure qu'il en accroît la taille et la diversité. On explique ainsi en partie l'impact négatif de la taille sur la profitabilité. Dundas et Richardson (1982) décrivent par exemple l'ensemble des conditions d'une mise en oeuvre réussie d'une diversification non liée. Ces conditions sont nombreuses et réduisent drastiquement les cibles potentielles pouvant intégrer le « portefeuille » d'une firme diversifiée. En plus de contraintes ayant trait au niveau et aux techniques de mesure de la performance des activités qui doivent être proches dans les firmes largement diversifiées, des contraintes sur l'implication (limitée) de la direction générale dans celle des filiales, sur les relations avec le management de ces filiales... doivent être respectées. Or, il est possible qu'en souhaitant accroître la taille de son entreprise, le dirigeant soit tenté de ne pas respecter scrupuleusement ces conditions.

La croissance par diversification non liée n'est pas seule concernée par l'impact qu'elle peut avoir sur la capacité du dirigeant à contrôler l'ensemble diversifié. Une diversification, même liée, affecte les capacités du dirigeant. Selon Hill et Hoskisson (1987), chaque type de stratégie (diversification non liée, diversification liée, intégration verticale) impose des contraintes organisationnelles au dirigeant. Ces contraintes sont liées à la complexité des systèmes d'information que requiert la structure adaptée à la stratégie mise en

oeuvre. La diversification non liée ne nécessite pas d'interactions entre les différentes unités contrôlées. La complexité du système d'information nécessaire au développement selon cette stratégie augmente en conséquence seulement proportionnellement avec le nombre d'unités opérationnelles sous contrôle direct. Les stratégies de diversification horizontale (diversification liée) et verticale impliquent, au contraire, une bonne coordination de l'ensemble, donc des interactions entre les unités contrôlées. Les besoins du système d'information dans de telles stratégies augmentent cette fois plus que proportionnellement au nombre d'unités contrôlées. La capacité des dirigeants à gérer efficacement l'ensemble se trouve très rapidement limitée dans le cas d'une stratégie de diversification liée. Le dirigeant risque alors de développer l'entreprise au-delà de la taille optimale compte-tenu de ses capacités de gestion et du système de traitement de l'information. Il altérerait ainsi ses capacités de gestion. Il risque, face à cette limitation, de faire croître son entreprise en passant d'une diversification liée à une diversification non liée, mais il se heurte alors aux conditions dressées par Dundas et Richardson (1982). Cet argument d'une diminution des capacités de gestion du dirigeant par diversification est repris, sous la forme d'une chute de ses moyens de contrôle sur les dirigeants des filiales, par Hoskisson et Turk (1990) ou par Hoskisson, Hitt et Hill (1991).

Ainsi, le simple désir du dirigeant de faire croître son entreprise par diversification se révèle potentiellement coûteux pour les actionnaires, en particulier parce que cela altère ses capacités de gestion et qu'il risque de dépasser une « taille optimale » (Williamson 1963, Jensen 1986) ou une diversité optimale. Ce coût possible ne renvoie pas forcément à un comportement intentionnellement opportuniste du dirigeant. Ce dernier peut ne pas être conscient des limites affectant ses capacités de gestion. Selon Chandler (1989)<sup>1</sup>, la généralisation de la forme M au cours des années 70 a laissé croire aux dirigeants qu'ils pouvaient investir dans n'importe quel domaine d'activité sans conséquences négatives pour

---

<sup>1</sup> Cette argumentation est présente dans la préface à l'édition de 1989 du livre de Chandler « stratégie et structure de l'entreprise ». Il est tout à fait compréhensible que Chandler ne décèle pas dans la diversification non liée un opportunisme du dirigeant, puisque selon l'optique chandlerienne, le dirigeant est « l'acteur » qui adapte l'entreprise aux contingences de l'environnement dans un objectif d'efficience. Il se rapproche ainsi plus d'une perspective évolutionniste que d'une perspective contractuelle, cela est particulièrement remarquable dans son article de 1992.

la performance de l'entreprise. La crise persistante des années 70 leur a néanmoins fait percevoir les limites du champ possible de la diversification. On retrouve dans cette argumentation la contingence d'un type de diversification et de la capacité de gestion du dirigeant à des facteurs d'environnement de l'entreprise. Il est ainsi probable, comme nous l'avons remarqué dans la première partie, qu'en période de forte croissance généralisée, la diversité de l'entreprise affecte peu, en apparence, les capacités de gestion du dirigeant. A contrario, en période plus instable, la direction générale se révélera incapable de faire face aux problèmes spécifiques que rencontre chaque filiale si la diversité des activités est trop importante. La relation curvilinéaire qui existe entre diversification et risque (cf. Chapitre 2 et section suivante) trouve à s'expliquer à travers la capacité de gestion altérée du dirigeant qui produit ses effets surtout en période de croissance instable pour des niveaux élevés de diversification. Le risque de l'entreprise fait l'objet d'un développement particulier dans le chapitre suivant, nous ne développons pas plus ces pistes ici.

En conclusion de cette première section, nous retiendrons donc que la croissance par diversification si elle peut satisfaire le dirigeant, est aussi porteuse de risque pour les actionnaires. Néanmoins, la diversité des situations qui incite le dirigeant à choisir cette option stratégique, ainsi que la non-anticipation possible de son impact sur ses capacités de gestion, nous conduisent à avancer qu'un opportunisme managérial n'est pas forcément en cause. Nous avons ainsi argué que le dirigeant est incité à faire croître son entreprise par diversification si les perspectives offertes sont limitées (stagnation des marchés, faible rentabilité). Dans cette perspective, l'opération de diversification s'assimile à une tentative de redéploiement face à une situation jugée peu favorable. Elle serait entreprise dans une réaction conservatoire sans désir de favoriser ses intérêts propres par le dirigeant au détriment de celui des actionnaires. L'impact pourrait se révéler tout de même négatif pour les actionnaires si le dirigeant n'a pas anticipé les difficultés de gestion qui peuvent naître de cette diversification. Par ailleurs, si la croissance se fait par diversification liée et de façon limitée, l'analyse menée dans la première partie nous conduit à prévoir que l'impact ne sera pas forcément négatif pour les actionnaires. L'objectif de croissance par diversification que poursuit le dirigeant ne conduit donc pas forcément à une divergence d'intérêt entre actionnaire et dirigeant.

Il reste que la croissance et les objectifs managériaux qui lui sont liés ne sont pas les

seuls arguments de la « fonction d'utilité » du dirigeant. Le risque en est une composante importante qui pousse aussi le dirigeant à diversifier l'entreprise. Or selon l'hypothèse initiale d'Amihud et Lev (1981), la diversification entreprise par le dirigeant dans son intérêt sera cette fois plutôt de nature non liée. Il convient donc de s'intéresser au risque dans la perspective contractuelle, ce que nous faisons dans la section suivante.

## **SECTION 2 : L'optique de l'agence : diversification, risques de l'entreprise et aversion aux risques du dirigeant**

Tandis que les actionnaires ne sont concernés que par un risque financier, c'est-à-dire le risque qui affecte leur placement, le dirigeant fait face à deux types de risques. Il est certes sensible à un risque financier lié à une variation possible de sa rémunération et de sa richesse pécuniaire investie dans l'entreprise, mais il s'intéresse aussi au risque que court son capital humain (risque de réputation, de révocation), entièrement investi dans l'entreprise. Les actionnaires peuvent par ailleurs diversifier leur risque en répartissant leur investissement entre différents titres, tandis que le dirigeant tire généralement une part importante de ses ressources financières de l'entreprise et ne peut diversifier son capital humain. Cette sensibilité différente aux risques débouche sur des divergences d'intérêts entre actionnaires et dirigeants. Amihud et Lev (1981) ont proposé l'hypothèse selon laquelle le dirigeant va chercher à limiter son exposition aux risques en diversifiant son entreprise. Il pourrait, ce faisant, agir au détriment de l'intérêt des actionnaires. Nous présentons dans un premier temps l'hypothèse d'Amihud et Lev (1981) et nous la discutons sur la base du lien déjà évoqué (cf. chapitre 2, § 2.3.) entre risques et diversification (§ 2.1). Cette discussion sera ensuite approfondie à travers une reconsidération des hypothèses implicites de Amihud et Lev (1981) sur le comportement du dirigeant, en particulier concernant son aversion au risque (§ 2.2).

## **2.1 L'hypothèse de Amihud et Lev (1981)**

### **2.1.1 Capital humain, risques pour le dirigeant et risque pour les actionnaires**

L'hypothèse émise par Amihud et Lev (1981) insiste particulièrement sur le risque attaché au capital humain du dirigeant. Ce risque est dénommé « risque d'emploi » (« employment risk »). Il correspond au risque de perte de rémunération, de perte de réputation sur le marché de l'emploi et de révocation qu'encourt le dirigeant si la responsabilité d'une contreperformance de l'entreprise lui est imputée. A la différence d'un capital financier, le capital humain du dirigeant ne peut être fractionné entre différents investissements afin de limiter le risque auquel il est soumis. Les revenus du capital humain, que le dirigeant tire principalement de ses salaires, bonus et rémunérations indexées sur la performance, mais aussi d'éléments moins matériels (sa réputation sur le marché du travail), sont attachés à l'entreprise qui l'emploie<sup>1</sup>. Le risque d'emploi du dirigeant dépend de ce fait du risque de l'entreprise. Le risque de l'entreprise est apprécié par la variabilité de ses résultats, les résultats désignant autant le résultat comptable que la valeur du titre de l'entreprise.

Les revenus du capital humain dépendant au moins partiellement des résultats de l'entreprise, un dirigeant averse au risque et maximisant son utilité va souhaiter réduire le risque de l'entreprise afin de réduire son risque d'emploi. Un moyen d'y parvenir est de diversifier l'entreprise dans des activités « non liées » c'est-à-dire des activités dont les flux sont peu corrélés, voire contracycliques. Le dirigeant stabilise ainsi le flux de résultats (comptables) de l'entreprise et diminue son risque<sup>1</sup>. Il est important de noter que le dirigeant est sensible au risque total de l'entreprise, tandis que dans le cadre du CAPM, les actionnaires, dont le portefeuille est diversifié, ne sont sensibles qu'au risque systématique de l'entreprise (cf. chapitre 2, § 2.1).

---

<sup>1</sup> Cette dépendance entre rémunérations du dirigeant et performance et risque de l'entreprise provient de ce que les actionnaires décident, via le conseil d'administration, de la rémunération du dirigeant. Ce dernier sera d'autant mieux rémunéré qu'il a de la valeur pour les actionnaires, c'est-à-dire qu'il obtient de bons résultats.

Le comportement de réduction de son risque d'emploi par diversification adopté par le dirigeant débouche selon Amihud et Lev (1981) sur deux types de manifestations opportunistes (envers les actionnaires) potentielles. Confronté à deux projets d'investissements dont les risques systématiques et les espérances de rentabilités sont identiques, le dirigeant choisira celui qui présente le risque total le moins important. Si l'entreprise est entièrement financée par capitaux propres, cela n'affectera pas la richesse des actionnaires. Par contre, si l'entreprise est partiellement financée par dettes, un transfert de richesse des actionnaires vers les créanciers est envisageable (Galai et Masulis, 1976)<sup>2</sup>.

Par ailleurs, le dirigeant préfère a priori, parmi deux projets de risque systématique égal, celui qui présente le risque total le plus faible même si ce dernier possède une espérance de rentabilité plus faible. Cela s'illustre par une acquisition de diversification réellement destructrice de valeur. Il adopte ce comportement destructeur de valeur si les gains (en terme d'utilité) qu'il tire de la réduction de son risque, lui semblent supérieurs à la perte de revenus futurs actualisés qu'impliquent (normalement) ce genre de décision non optimale pour les actionnaires.

Bien entendu, pour que ces comportements voient le jour, il faut que les mécanismes d'incitation et de contrôle qui pèsent sur le dirigeant, ne fonctionnent qu'imparfaitement. Il faut aussi que le manager soit fortement incité à réduire le risque total de l'entreprise. Amihud et Lev (1981) supposent que ces conditions existent puisque :

- (a) Le gain pour les dirigeants de ces opérations peut être supérieur à la perte pour les actionnaires (le marché de l'emploi présente quelques imperfections dans le court terme ou le dirigeant en place se sent plus ou moins « enraciné » dans son emploi. Il ne perçoit pas ex-ante les conséquences de ses actes sur sa réputation et les salaires qu'il obtiendrait avec ce comportement s'il se trouvait du jour au lendemain sur le marché de l'emploi),

---

<sup>1</sup> Nous revenons sur le lien entre risques de l'entreprise et diversification dans le prochain paragraphe.

<sup>2</sup> La valeur totale de la firme n'est pas affectée. Le transfert de richesse se comprend en référence à une conception optionnelle de l'entreprise. Si on considère que les actionnaires ont, à travers les capitaux propres, une option d'achat sur les actifs de la firme ils ont intérêt à ce que le risque total de l'entreprise soit élevé (hausse de la valeur de l'option), tandis que les créanciers ont intérêt à voir le risque diminuer.

- (b) Les contrats de rémunération optimaux sont fondés, en l'absence d'observation précise des efforts du dirigeant et de ses conséquences sur les résultats de l'entreprise, sur des variables stochastiques, telles les cours des titres. Le dirigeant est donc fortement incité à réduire la volatilité de ces variables<sup>1</sup>,
- (c) Le contrôle des actionnaires qui devrait se traduire ex-post par une diminution de la rémunération du dirigeant ne se fait qu'imparfaitement. Il se fait, en plus, avec retard, le dirigeant est donc gagnant.

Amihud et Lev (1981) prédisent sur la base de cette analyse que les managers qui sont « peu contrôlés » ou, ce qui revient au même, disposent d'une grande discrétion managériale, auront plus tendance à entreprendre une réduction de leur risque d'emploi par diversification que les managers plus contrôlés. Le degré de contrôle est défini en fonction de la concentration de l'actionnariat, mesurée à partir de la part du plus important actionnaire ou groupe d'actionnaires dans le capital<sup>2</sup>. Ils conduisent deux tests qui corroborent leur hypothèse.

Dans un premier temps, il est mesuré (régressions Logit) l'impact du type de contrôle (managérial, contrôle faible, contrôle fort) sur le nombre d'acquisitions suivant leur type. Le type de l'acquisition est défini en référence à ceux que distingue la FTC (fusions horizontales, verticales, conglomérale-extension de produit, conglomérale-extension de marché et purement conglomérale). Les résultats montrent que la concentration de l'actionnariat exerce un impact négatif sur le nombre d'opérations de diversification (i.e. les opérations dites « conglomérales ») entreprises. Amihud et Lev (1981) ne distinguent malheureusement pas dans leurs résultats l'impact de la concentration de l'actionnariat sur les différents types

---

<sup>1</sup> Amihud et Lev (1981) fondent cette remarque sur le modèle de Holmström (1979). Ils ne tiennent évidemment pas compte des implications explicatives de plusieurs autres modèles postérieurs. Selon le modèle de Aron (1988) que nous avons présenté (cf. chapitre 2), la diversification peut améliorer les inférences des actionnaires sur l'effort fourni par le dirigeant et se révéler profitable aux deux parties si une renégociation du salaire intervient, même ex-post. On retrouve cette idée dans le modèle de Diamond et Verrechia (1982) et elle est prise en compte dans un test empirique par Amihud, Dodd et Weinstein (1986). Par ailleurs l'optimalité d'un contrat qui inclut le chiffre d'affaires dans la détermination des rémunérations (Zabojnik 1998) peut aussi tempérer la pertinence de leur remarque.

<sup>2</sup> La mesure de la concentration de l'actionnariat est donc discrète. Les 3 types de contrôle sont définis par rapport aux seuils de 10% et 30% du capital.

d'acquisitions conglomerales. Or ces différents types ne correspondent pas au même type de diversification : une opération purement conglomerale correspond à une véritable diversification tandis qu'une opération d'extension de marché peut s'intégrer dans une croissance centrée.

Leur deuxième test consiste à étudier l'impact du type d'actionnariat sur le niveau de diversification de l'entreprise. Le niveau de diversification de l'entreprise est mesuré par le coefficient de corrélation entre le taux de rentabilité des capitaux propres de l'entreprise (Résultat/ capitaux propres comptables) et ce même taux de rentabilité pour l'ensemble de l'économie. Il ressort d'une régression que les firmes possédant un actionnariat peu concentré dites « managériales » ont un niveau de diversification significativement supérieur (seuil de 1%) à celui des firmes fortement contrôlées par leur actionnaire principal. Cette différence se retrouve, quoique plus faible et moins significative, entre les firmes faiblement contrôlées et les firmes fortement contrôlées.

Les tests menés ne permettent pas de conclure à une manifestation opportuniste du dirigeant telle que nous l'avons définie. L'impact du motif managérial sur la valeur de l'entreprise n'est pas mesuré dans leur étude. Il est simplement déduit d'études antérieures sur la performance des acquisitions conglomerales qui n'apparaissent pas, en règle générale, créatrices de richesse, qu'un motif managérial est à l'origine de ces opérations. Quelques années plus tard Amihud, Dodd et Weinstein (1986) montreront d'ailleurs, à partir de la méthodologie des rentabilités anormales, que les acquisitions conglomerales ne se révèlent pas, en moyenne, destructrices de richesse quel que soit leur type d'actionnariat.. L'explication offerte à ce résultat est, suivant le modèle de Diamond et Verrechia (1982), qu'une diversification de l'entreprise est acceptable par les actionnaires si ceux-ci ne peuvent observer précisément les actes du dirigeant, le dirigeant percevant en échange de cette « liberté » une moindre rémunération.

Les tests menés par Amihud et Lev (1981) sont criticables du point de vue des variables retenues. En premier lieu, la variable définissant les types de contrôle retient la part détenue par le premier actionnaire ou groupe d'actionnaires sans s'attacher à la nature de l'actionnaire. Or, il est au moins un cas pour lequel la nature de l'actionnaire aurait pu être

prise en compte : lorsque c'est le dirigeant lui-même qui possède la part la plus importante du capital<sup>1</sup>. Dans ce cas de figure, ce n'est pas parce qu'il est contrôlé que le dirigeant n'adoptera pas un comportement de réduction de son risque d'emploi par diversification, mais parce qu'il fixe assez librement sa rémunération et ne risque pas la révocation. Dès lors, il ne possède plus véritablement d'incitation à protéger son capital humain par diversification. Il est néanmoins tenté de diversifier son entreprise afin de protéger son capital financier immobilisé lui aussi dans l'entreprise. Au total, lorsque la participation du dirigeant au capital est importante, son inclination à entreprendre une diversification reste présente, mais pour des motifs différents. Les tests menés auraient gagné en précision si ces firmes principalement détenues par leurs dirigeants avaient été distinguées.

L'autre mesure qui pose problème est celle de la diversification dans le second test. Plus la corrélation entre la rentabilité des capitaux propres de la firme et celle de l'économie est élevée, plus l'entreprise est considérée diversifiée. Or, comme le montrent les matrices de Leontiev (et le célèbre adage « quand le bâtiment va, tout va »), certaines branches sont plus en phase avec l'économie de par les nombreux échanges entretenus avec les autres branches. Aussi, la variable proposée par Amihud et Lev (1981) mesure-t-elle non seulement le niveau de diversification mais aussi une appartenance sectorielle. Avec cette mesure, une entreprise du BTP apparaîtra probablement plus diversifiée, même si sa gamme d'activités est réduite, qu'une entreprise intervenant dans le pétrole, la chimie et l'électronique.

Au-delà de l'imprécision et du biais possible de la mesure<sup>2</sup>, c'est plus fondamentalement l'interprétation de leur régression qui doit être reconsidérée. Les entreprises dont l'actionnariat est peu concentré seraient associées à des niveaux de

---

<sup>1</sup> Il est impossible à la lecture de l'article de Amihud et Lev (1981) de déterminer si les firmes dont les dirigeants détiennent une majorité relative du capital ont été exclues de l'échantillon. En l'absence de renseignements concernant la nature de l'actionnaire principale, nous pensons que ces firmes ont été incluses dans la catégorie firmes « contrôlées par le propriétaire », puisque cette appellation les définit *a priori*.

<sup>2</sup> L'effet sectoriel que prend en compte implicitement cette mesure peut altérer la portée des résultats. Il est possible que l'actionnariat moins concentré qui caractérise les firmes plus diversifiées selon cette mesure résulte de ce que ces firmes sont plus importantes, ont une intensité capitalistique plus forte que la moyenne (cas du BTP) ou visent des marchés plus importants. L'actionnariat apparaîtrait moins concentré en partie parce que les capitaux levés par ces entreprises seraient nécessairement plus importants compte-tenu des conditions sectorielles.

« diversification » plus élevé, c'est-à-dire que leur rentabilité serait plus corrélée à celle de l'ensemble des entreprises. Or, il est permis de se demander si la gestion d'une entreprise « en phase » avec son économie constitue pour le dirigeant le meilleur moyen de diversifier son risque d'emploi. Une firme dont le résultat ou la rentabilité est fortement corrélé à la conjoncture économique, offrira peu de justifications possibles au dirigeant en cas de sous-performance par rapport à l'état général de l'économie. On peut s'attendre à ce que le dirigeant cherche tout simplement une stabilisation ou un lissage de la rentabilité de l'entreprise sans chercher à « coller » à l'état de la conjoncture. En cas de bonne comme de mauvaise conjoncture, il se réserve alors le choix entre plusieurs justifications possibles de ses résultats<sup>1</sup>. Suivant cette argumentation, le dirigeant cherchera avant tout à réduire la volatilité de la rentabilité de l'entreprise.

Il nous semble donc légitime de s'intéresser à l'impact de la diversification sur le risque de l'entreprise (volatilité de sa rentabilité comptable ou boursière) afin de compléter la présentation de l'hypothèse d'Amihud et Lev (1981). Si le dirigeant cherche à réduire son risque d'emploi, il devrait chercher à réduire le risque spécifique et/ou total de l'entreprise. Or la relation entre diversification et risque n'est pas linéaire., comme nous l'avons déjà souligné (chapitre 2).

### **2.1.2 Relation entre risque et diversification, et, risque d'emploi du dirigeant**

L'étude de la relation entre risque et diversification (cf. chapitre 2, § 2.3) a mis en lumière deux phénomènes qui interfèrent avec l'hypothèse d'Amihud et Lev (1981). En premier lieu, nous avons vu que que risque systématique et risque spécifique de l'entreprise ne sont pas forcément indépendants. Cette interdépendance provient d'imperfections sur les

---

<sup>1</sup> Cette argumentation revient à faire de la diversification un moyen pour le dirigeant d'augmenter l'asymétrie d'information avec les actionnaires. Cette possibilité est développée en section 3 du présent chapitre. Nous n'insistons pas dessus ici, puisque dans l'hypothèse initiale d'Amihud et Lev (1981), c'est justement de l'imparfaite observabilité des actes du dirigeant que découle son comportement de diversification. Le dirigeant ne cherche donc pas forcément à augmenter l'asymétrie d'information dans cette hypothèse. Il pourrait même chercher à la réduire. Par contre, compte-tenu des autres motifs managériaux en faveur d'une diversification, il est probable qu'il cherche à maintenir une asymétrie d'information si cela lui rapporte (cf. conclusion du chapitre).

marchés. Dans une perspective financière, la segmentation des marchés financiers entraîne une diversification imparfaite des portefeuilles des actionnaires. Ces derniers sont donc aussi sensibles au risque spécifique de l'entreprise (Levy 1991). Dans une perspective de management stratégique, c'est l'impact des actions spécifiques à l'entreprise sur son environnement, via les imperfections sur le marché des biens et services (en particulier l'existence de barrières à l'entrée), qui expliquent l'interdépendance entre risque systématique et risque spécifique (Lubatkin et Chatterjee 1994). En second lieu, cette dernière approche permet d'avancer que le risque (systématique et spécifique) de l'entreprise ne décroît pas linéairement avec les types de diversification croissante de l'entreprise.

L'interdépendance des composantes spécifiques et systématiques du risque de l'entreprise implique que la réduction de sa composante spécifique par le manager ne pose pas seulement un problème de transfert de richesse possible entre actionnaires et créanciers. Les résultats d'études montrent qu'en général, la composante systématique et la composante spécifique du risque sont positivement corrélées (Lubatkin et Chatterjee 1994, Miller et Bromiley 1990). En cherchant à réduire le risque de l'entreprise, le dirigeant serait donc amené à réduire son risque spécifique en même temps que son risque systématique. Autrement dit, la dissociation entre les deux coûts d'agence évoqués par Amihud et Lev (1981) (risque de transfert de richesse vers les créanciers et risque de destruction de valeur pour les actionnaires) ne constitue qu'une vue de l'esprit. Le principal risque encouru par les actionnaires serait de voir le dirigeant préférer des projets possédant un couple rentabilité/risque systématique plus faible parce qu'ils possèdent un risque total plus faible. Mais, si la rentabilité de l'entreprise ne souffre pas trop de la réduction du risque de l'entreprise, les actionnaires pourraient se révéler gagnants. Amit et Wernerfelt (1990) montrent, par exemple, que le niveau de risque spécifique de l'entreprise a un impact négatif sur sa performance mesurée par le  $q$  de Tobin. En réduisant le risque de l'entreprise, le dirigeant n'oeuvrerait donc pas nécessairement contre l'intérêt des actionnaires. On a d'ailleurs déjà souligné que la diversification réalisée au niveau de l'entreprise pouvait aboutir à une réduction du risque non accessible aux actionnaires via la diversification de leur portefeuille de titres (Lubatkin et Rogers 1989, Amit et Wernerfelt 1990, Lubatkin et Chatterjee 1994).

Toute diversification ne conduit pas nécessairement à une réduction du risque de

l'entreprise. Lubatkin et Rogers (1989) montrent que de faibles niveaux de diversification (diversification contrainte) permettent de réduire la composante systématique du risque de l'entreprise tout en conservant un bon niveau de performance, tandis qu'une diversification plus large réduit la performance et augmente le risque<sup>1</sup>. Lubatkin et Chatterjee (1994) observent successivement l'impact des types de stratégies sur chaque composante du risque de l'entreprise. Ils arrivent à des conclusions similaires : une diversification modérée (diversification contrainte) permet de réduire chaque composante du risque de l'entreprise en contrôlant la profitabilité de l'entreprise, tandis que des niveaux plus élevés (diversification liée et surtout non liée) ou plus faibles (spécialisation) de diversification connaissent des niveaux de risques supérieurs. Ces chercheurs montrent que chaque composante du risque évolue parallèlement en forme de U en fonction du niveau de diversification que révèle le type de stratégie. Pris ensemble, ces derniers résultats suggèrent que le dirigeant minimise le risque de l'entreprise pour des niveaux relativement faibles de diversification, en particulier une diversification de nature liée. Ce faisant, il n'œuvrerait pas contre l'intérêt des actionnaires, mais plutôt dans leur intérêt. A contrario, une diversification hétérogène ne garantirait pas au dirigeant un risque minimum tandis qu'elle léserait l'intérêt des actionnaires.

Il apparaît donc qu'en changeant simplement la mesure du risque sur lequel joue le dirigeant afin de réduire son risque d'emploi, les prédictions tirables de l'hypothèse d'Amihud et Lev (1981) se trouvent affectées. Dans l'article initial, la mesure de la diversification proposée par Amihud et Lev (1981) inclut implicitement la dimension de risque auquel est censé être soumis le capital humain du dirigeant. Le comportement de réduction de son risque d'emploi par le dirigeant est censé se refléter dans sa politique d'acquisitions (conglomérales)<sup>2</sup>. Si le risque, tel que le mesure la théorie financière, et la stratégie suivie sont

---

<sup>1</sup> La performance de l'entreprise est mesurée par le  $\alpha$  de Jensen.

<sup>2</sup> Remarquons encore une fois que les acquisitions « conglomérales » désignent dans l'article de Amihud et Lev (1981) les trois types d'acquisitions dites conglomérales que distingue la FTC. Ces acquisitions ne correspondent pas toutes à des diversifications si la diversification est mesurée à partir du nombre d'activités ou de branches dans laquelle intervient l'entreprise. Dans les études qui ont repris l'hypothèse d'Amihud et Lev à leur compte, c'est pourtant souvent une inclination à la diversification qui a été reprise. Ceci peut s'expliquer par l'emploi du terme de « congloméral » par Amihud et Lev, ou refléter les interrogations du début des années 80 où naît le mouvement (et discours) de recentrage alors que les décennies précédentes ont été marquées par un mouvement de diversification.

distingués, la stratégie optimale pour les dirigeants semble être celle d'une diversification restreinte. Elle ne heurterait pas, en moyenne, l'intérêt des actionnaires. L'étude de Lewellen, Loderer et Rosenfeld (1989) a recours au risque total dans un test de l'hypothèse émise par Amihud et Lev. Ils ne trouvent pas que les acquisitions se traduisent en moyenne (quel que soit le niveau de participation managérial) par une réduction de ce risque. Lane, Cannella et Lubatkin (1998) répliquent l'étude de Amihud et Lev (1981) sur des données de la même période puis d'une période ultérieure (années 80). Outre le fait qu'ils ne trouvent que peu de résultats confortant ceux de leurs précurseurs, ces chercheurs observent que la répartition des entreprises par type de stratégie (classification de Rumelt et type d'acquisition suivant la FTC) est peu sensible au type d'actionnariat.

Il semblerait donc qu'avec les mesures classiques du risque, la protection de son risque d'emploi par le dirigeant ne joue pas en moyenne contre les intérêts des actionnaires. Néanmoins, il est possible de remettre en cause la pertinence de ces mesures classiques en arguant que le dirigeant ne possède pas une aversion au risque tel qu'il est classiquement mesuré (i.e. à partir de variances ou d'écart-types). En reexaminant l'aversion au « risque » du dirigeant, nous verrons qu'il est possible de reconsidérer sous un nouveau jour l'hypothèse d'Amihud et Lev (1981).

## **2.2 Reconsidération de l'hypothèse d'Amihud et Lev**

La sensibilité des agents et leur perception du risque diffèrent suivant qu'est en cause un capital financier ou un capital humain, même si l'on raisonne in fine sur des flux anticipés de cash flows. Certains chercheurs ont ainsi avancé que la mesure du risque employée pour les actionnaires – le plus souvent une variance des titres- se révèle moins pertinente lorsqu'elle est appliquée au dirigeant. Au-delà de la mesure du risque, c'est même l'aversion du dirigeant qui est parfois remise en cause (Hoskisson, Hitt et Hill 1991 ; Wiseman et Gomez-Mejia 1998). En étudiant les critiques formulées par ces chercheurs (§ 2.2.1), nous verrons que l'hypothèse d'Amihud et Lev peut être enrichie (§ 2.2.2).

### **2.2.1 L'aversion au risque du dirigeant en question**

L'hypothèse d'Amihud et Lev (1981) repose, nous l'avons vu (§ 2.1.1), sur un certain nombre de pré-supposés. La rémunération du dirigeant, en particulier, et, plus généralement, la valeur de son capital humain sont liées à la performance de l'entreprise pour les actionnaires. De plus, les relations entre les principaux (les actionnaires) et les dirigeants sont bruitées. Le dirigeant cherche dans ces conditions à diminuer son exposition au risque d'emploi en réduisant le risque de l'entreprise. De ce fait, le dirigeant est décrit comme averse au risque, et ce risque est souvent mesuré ou entendu comme le risque auquel font face les actionnaires. Comme le soulignent Wiseman et Gomez-Mejia (1998), cette conception de l'aversion, qui est celle retenue dans les modèles normatifs de l'agence, implique que le dirigeant est d'autant plus averse au risque qu'il en supporte une part importante. Or cette conception de l'aversion managériale au risque n'est pas unique et n'est pas exempte de critiques.

Si le capital humain des dirigeants et les flux qu'il en tire ne sont pas fortement liés à la performance de l'entreprise, cette aversion est largement amoindrie. Suivant le système de contrôle et d'incitation du dirigeant de l'entreprise, cette aversion sera plus ou moins forte (Wiseman et Gomez-Mejia 1998). Le système de contrôle et d'incitation ne se réduit pas forcément, comme dans le test mené par Amihud et Lev (1981), à la part détenue par le principal actionnaire. Nous reviendrons sur ce point dans le chapitre suivant. L'hypothèse implicite de Amihud et Lev (1981), selon laquelle le lien entre rémunération et performance conduit le dirigeant à être averse au risque, peut être contestée. Il est possible d'envisager un point de vue opposé stipulant que le lien entre performance et rémunération incite le dirigeant à prendre des risques puisqu'il est alors compensé pour les risques pris. Il n'existe alors pas d'aversion du dirigeant croissante avec le niveau de risque. Le lien entre rémunération et performance est dans cette perspective, à la différence de l'approche d'Amihud et Lev, considérée comme un mécanisme incitant le dirigeant à prendre des risques.

Pour Hoskisson, Hitt et Hill (1991), le dirigeant n'est pas sensible au risque tel que le définissent Amihud et Lev (1981). Il ne s'intéresse pas à l'ensemble de la distribution de probabilités des résultats possibles de l'entreprise, mais se focalise sur les queues de cette

distribution. Autrement dit, un choix risqué du point de vue du dirigeant n'est pas celui qui mène à une grande variance dans la distribution de probabilité des résultats possibles, mais celui qui comporte le risque d'un très mauvais résultat. Les managers sont, pour reprendre leur terminologie, plus « averses aux pertes » qu'averses au risque. Wiseman et Gomez-Mejia (1998) approfondissent les critiques formulées par Hoskisson et al. (1991). Comme ces derniers, ils retiennent le concept d'aversion aux pertes, mais ils accordent une grande importance à la façon dont le dirigeant perçoit le risque. Cette perception se trouve influencée par le cadre dans lequel est formulé le choix du dirigeant. La représentation classique de l'aversion au risque -atemporelle et indépendante de l'environnement- est abandonnée au profit d'une aversion non systématique du dirigeant au risque, dépendante du cadre dans lequel le dirigeant prend sa décision. L'analyse de Wiseman et Gomez-Mejia (1998) conduit à envisager une possible préférence pour le risque.

Selon eux, le dirigeant apprécie les choix qui lui sont offerts, par exemple une acquisition, par rapport à un niveau d'aspiration<sup>1</sup> qu'il se fixe a priori et qui dépend de son environnement, i.e. de sa performance passée, du niveau d'aspiration perçu des concurrents... Lorsqu'il prend sa décision, le dirigeant se trouve dans deux situations possibles : soit, il est en situation de gain, c'est-à-dire que les choix qui lui sont offerts lui permettent d'atteindre ou de dépasser son niveau d'aspiration, soit, il est en situation de perte, c'est-à-dire que les différentes options ouvertes ne lui permettent pas d'anticiper des gains supérieurs ou égaux à son niveau d'aspiration. En situation de gain, puisqu'il pense atteindre un niveau acceptable de satisfaction, le dirigeant est sensible au risque qu'implique le projet sur sa richesse car il peut perdre les gains (au-delà de son niveau d'aspiration) anticipés. A contrario, en situation de perte, le manager est moins sensible au risque affectant sa richesse, puisqu'une partie de cette richesse est déjà perdue par rapport à son niveau d'aspiration. Ainsi, en situation de perte, le dirigeant peut adopter un comportement apparent de recherche d'investissement risqué dans l'espoir d'atteindre le meilleur des états possibles (avec une faible probabilité) puisqu'il existe, quelle que soit sa décision, une forte probabilité (subjective) pour qu'il soit

---

<sup>1</sup> Wiseman et Gomez-Mejia (1998, p. 136) définissent les aspirations comme « *des objectifs de performance ou de richesse utilisés pour juger de l'acceptabilité d'un projet* ».

perdant. En d'autres termes, le dirigeant peut dans certaines circonstances « jouer le tout pour le tout » et ne pas se conformer au comportement correspondant à une aversion au risque ou aux pertes.

Bien entendu, le modèle comportemental de prise du risque par le dirigeant proposé par Wiseman et Gomez-Mejia (1998) n'est pas ici développé dans toute sa complexité. Dans leur approche, le niveau d'aspiration du dirigeant évolue suivant les réussites ou les échecs passés, la richesse du dirigeant soumise au risque ne correspond pas à l'ensemble des gains monétaires qu'il peut tirer de l'entreprise, mais plutôt aux gains récurrents... Nous n'en développons ici que les grands traits qui vont nous permettre, dans le prochain paragraphe, d'amender l'hypothèse d'Amihud et Lev (1981).

### **2.2.2 Conséquences pour l'hypothèse de réduction du risque d'emploi par diversification**

Si le dirigeant est averse au risque et qu'il cherche à réduire le risque total (écart-type des rentabilités du titre) de l'entreprise, les résultats sur le lien entre diversification et risque laissent penser qu'il favorisera une diversification réduite et plutôt liée (cf. § 2.1.2). Or cette stratégie se révèle, dans la plupart des études, plutôt favorable aux actionnaires. Dès lors que le dirigeant est plutôt averse aux pertes, comme le propose Hoskisson et al. (1991), le champ de la diversification lui permettant de réduire son « risque » s'élargit. En effet, une diversification plus large, voire non liée, si elle ne réduit pas au mieux le risque total de l'entreprise et chacune de ses composantes, permet au moins d'éviter d'afficher des résultats trop mauvais. Les résultats d'une branche sont compensés par ceux d'une autre. Au total, le dirigeant évite ainsi les trop mauvais résultats d'autant plus qu'il lui est possible de jouer sur la présentation des comptes et l'affectation du résultat global de l'entreprise entre les différentes branches dans lesquelles elle intervient. Cette manipulation possible des résultats de l'entreprise n'est pas explicitement prise en compte dans l'hypothèse initiale. Nous la traiterons plutôt en liaison avec les stratégies d'enracinement (cf. section 3). Retenons que le passage d'une aversion au risque à une aversion aux pertes n'enlève aucune pertinence à l'hypothèse d'Amihud et Lev (1981), elle la renforce plutôt au contraire en envisageant la poursuite d'une stratégie (diversification non liée) qui n'est a priori pas favorable aux

actionnaires dans la période récente.

La prise en compte d'une dépendance de l'aversion au risque ou aux pertes du dirigeant vis-à-vis du contexte dans lequel se prend la décision entraîne des conséquences plus importantes. Nous avons mentionné que la dépendance supposée de la rémunération du dirigeant aux performances de l'entreprise est une des conditions permettant à Amihud et Lev (1981) de considérer que le dirigeant sera d'autant plus incité à entreprendre une diversification que le risque de l'entreprise sera important. Par ailleurs, le lien qui existe entre rémunération et performance pourrait plutôt correspondre à une compensation des risques pris, que déboucher sur une réduction de son risque d'emploi par le dirigeant (Wiseman et Gomez-Mejia 1998). Certains résultats sur le lien entre risque et rémunération du dirigeant éclairent le débat. Aggarwal et Samwick (1999) montrent que le lien entre performance et rémunération existe pour les firmes dont le risque est relativement faible, mais que celui-ci disparaît (ou s'affaiblit) avec des niveaux élevés de risque. Ces résultats suggèrent que le mode de rémunération, partie intégrante du mode de gouvernement de l'entreprise, dépend des caractéristiques de l'entreprise. Ils confirment, en partie, l'hypothèse de Amihud et Lev (1981) d'une aversion au risque du dirigeant puisque la disparition du lien pour des niveaux élevés de risque constitue un indice que le dirigeant est protégé face au risque lorsque ce dernier devient trop important. Dans le même temps, ils relativisent la portée de leur hypothèse puisqu'ils tendent à montrer qu'il existe des modalités de rémunération immunisant au moins partiellement le dirigeant face à son risque d'emploi et réduisant de ce fait son inclination à diversifier l'entreprise. Même si la concentration de l'actionnariat est un déterminant important de l'intensité du contrôle qui s'exerce sur le dirigeant, l'hypothèse et le test de Amihud et Lev (1981) doivent être relativisés : s'il existe bien une aversion du dirigeant au risque ou aux pertes, il existe aussi des moyens, autres que la diversification, pour rétribuer le dirigeant. Gomez-Mejia (1992) montre ainsi que les modalités de rémunération et leur impact sur la performance de l'entreprise varient suivant l'étendu et le mode de diversification.

Enfin notre dernière remarque sur l'aversion met en cause sa stabilité suivant la perception par le manager des risques qu'il supporte. Nous avons argué, suivant le modèle comportemental de Wiseman et Gomez-Mejia (1998), que le dirigeant n'est pas systématiquement averse au risque dans ses investissements. Son aversion dépend des risques

qu'il perçoit sur sa propre richesse. Cette idée d'une dépendance du niveau d'aversion au risque du dirigeant suivant ses anticipations de gains par rapport à un niveau d'aspiration prédéfini, peut être transposée à l'entreprise. Il est facilement envisageable que la situation de gain ou de perte qu'anticipe le dirigeant sur sa propre richesse, dépende au moins partiellement des perspectives de croissance et de rentabilité offerte à l'entreprise. Dès lors que l'entreprise possède de bonnes opportunités de croissance et/ou de rentabilité, le dirigeant se trouvera plutôt dans une situation de gain. Conformément au modèle comportemental de prise de risque du dirigeant, il devrait alors être averse au risque, c'est-à-dire favoriser des investissements peu risqués afin de ne pas compromettre les gains anticipés. Pour ce faire, il entreprendra éventuellement, comme nous l'avons vu dans les lignes précédentes, une diversification liée ou non liée.

Par contre si l'entreprise ne dispose que de faibles opportunités de croissance rentable, le dirigeant se trouvera en situation de perte. Il n'anticipera pas de gain par rapport à ses aspirations et devrait, en conséquences, être moins averse au risque. Une diversification, entreprise dans ce contexte, ne répondra vraisemblablement pas à une recherche de réduction du risque de l'entreprise, mais traduira plutôt le désir du dirigeant de restaurer une situation peu favorable au prix d'investissements plus risqués que dans le cas précédent. L'hypothèse d'Amihud et Lev (1981) perd alors en pertinence, non pas parce que le dirigeant n'engagera pas d'acquisitions de diversification- nous avons vu qu'une faible performance pouvait être un motif de diversification (cf. section 1)- mais parce qu'il ne cherchera pas, ce faisant, une réduction du risque de l'entreprise. Imaginons qu'un dirigeant voit les perspectives de croissance rentables de son entreprise se raréfier et qu'il soit face à deux alternatives : accepter l'offre (encore) amicale d'un concurrent, ou entreprendre une acquisition de diversification en espérant y trouver les moyens d'un renouveau. Dans les deux cas, il est en situation de perte dans la mesure où son niveau d'aspiration a une faible probabilité d'être atteint. S'il choisit la seconde option, il n'accordera que peu d'importance au risque de l'investissement puisqu'il n'anticipe pas une perte importante sur sa propre richesse (il peut se sentir sur le point d'être révoqué). Il choisira alors, selon le modèle comportemental de Wiseman et Gomez-Mejia (1998), un projet risqué dans l'espoir de voir les meilleures éventualités se réaliser (création de synergies maximales, poursuite de la croissance du marché de la cible...).

En d'autres termes, nous pensons que le comportement de réduction de son risque d'emploi par le dirigeant se trouve de façon plus certaine dans les entreprises possédant un bon niveau de performance que dans celles qui voient leurs perspectives de développement se réduire.

En conclusion, l'hypothèse d'Amihud et Lev (1981) avance un nouveau motif managérial en faveur d'une diversification liée ou non : la réduction du risque d'emploi du dirigeant qui découle de son aversion au risque ou aux pertes. Cette hypothèse est complémentaire à celle de recherche de croissance par diversification que nous avons traitée en première section surtout pour les entreprises qui possèdent de bonnes opportunités de croissance. Les coûts potentiels pour les actionnaires de ces deux motifs se cumulent alors : le dirigeant en cherchant à satisfaire ses objectifs va à l'encontre de celui des actionnaires. La situation est plus complexe pour les entreprises possédant peu d'opportunités de croissance rentables ou qui connaissent un faible niveau de profitabilité actuel et anticipé. Pour ces entreprises, la diversification correspond plus à une réaction face à une situation peu favorable et ne constitue pas la cause du coût pour les actionnaires (cf. section 1). Il en est de même dans le cadre de l'hypothèse d'Amihud et Lev (1981) : nous pensons que les dirigeants d'entreprises faiblement performantes ne chercheront pas, à travers une diversification, à diminuer le risque de leur entreprise. Au contraire, étant moins averses aux risques, ils entreprendront une diversification (ou une acquisition), même si celle-ci constitue un investissement risqué. Dans le cas d'entreprises assez performantes, c'est donc bien le phénomène décrit par Amihud et Lev (1981) qui trouve à s'appliquer ; dans le cas d'entreprises faiblement performantes, ce phénomène devrait être moins sensible. L'opportunisme managérial ne se manifesterait alors pas à travers une baisse du risque de l'entreprise et les coûts d'agence décrits par Amihud et Lev (1981) ne devraient pas voir le jour. L'hypothèse émise initialement par Amihud et lev (1981) offre donc un nouveau motif managérial en faveur d'une diversification qui renforce en certaines circonstances le motif de recherche de croissance et risque d'en accroître le coût pour les actionnaires. Elle reste proche des motifs avancés jusqu'ici en ce que le comportement intentionnellement opportuniste du dirigeant ne la fonde pas. Nous avons pourtant évoqué une manipulation possible de l'information donnée aux actionnaires qui serait facilitée par la diversification. Si le caractère

intentionnellement opportuniste du dirigeant n'a pas été mis en avant jusqu'ici, il reste qu'il ne peut être négligé : il renforce les coûts pour les actionnaires et l'éventualité des comportements opportunistes liés à la diversification. Nous voyons dans la prochaine section que la théorie de l'enracinement met plus l'accent sur l'intentionnalité de l'opportunisme.

## **SECTION 3 : Diversification et enracinement du dirigeant**

Nous avons déjà évoqué l'enracinement du dirigeant dans le chapitre précédent. Nous revenons sur cette stratégie que développent les dirigeants selon Shleifer et Vishny (1989) en mettant l'accent sur ses implications au regard de la diversification. Dans un premier temps nous montrons que le principe même de l'enracinement entraîne une diversification dont l'étendue dépend du sens prêté aux « compétences managériales ». La diversification présente néanmoins des intérêts pour l'enracinement du dirigeant qui limite son étendue, quel que soit le sens retenu des « compétences managériales » (§ 3.1). Dans un second temps, le caractère dynamique du modèle nous permet de faire des prédictions sur le comportement d'acquisition et de désinvestissement des entreprises, puis d'estimer, suivant les situations, le coût qu'implique le comportement d'enracinement pour les actionnaires (§ 3.2).

### **3.1 Principes de l'enracinement et diversification de l'entreprise**

L'enracinement du dirigeant se réalise selon Shleifer et Vishny (1989) par un surinvestissement dans les domaines où celui-ci possède des compétences particulières. La nature de ces compétences définit en première approche le champ de la diversification permettant au dirigeant de s'enraciner (3.1.1). Certaines conditions telle l'asymétrie d'information et/ou la mise en place de contrats implicites favorisent l'enracinement du dirigeant. Elles peuvent être rassemblées via une stratégie de diversification. L'étude de ces conditions nous permettra de préciser le champ possible du niveau de diversification compatible avec une stratégie d'enracinement (3.1.2).

### **3.1.1 Enracinement par (sur)investissement dans des actifs spécifiques au dirigeant et diversification**

Rappelons le principe du modèle proposé par Shleifer et Vishny (1989) : le dirigeant, afin de poursuivre ses objectifs (dont on a vu qu'ils étaient variés) et de maximiser son bien être, va investir dans des actifs présentant un fort degré de spécificité avec ses compétences et connaissances. Selon les auteurs, les actifs sont d'autant plus spécifiques au manager qu'ils représentent une valeur potentielle importante sous le management actuel par rapport aux autres managers envisageables. En adoptant ce comportement, le dirigeant va maximiser la différence entre la valeur des actifs de la firme gérés par lui et la valeur qu'ils auraient s'ils étaient gérés par une autre équipe. Il dérivera ensuite pour lui-même tout ou partie de la quasi-rentes (voire rente) générée. Ce modèle repose sur des hypothèses que nous ne reprendrons pas en détail ici (cf. chapitre 6, § 2.1.2). Nous nous concentrons plutôt sur les stratégies de diversification possibles qui peuvent être adoptées dans la poursuite d'une stratégie d'enracinement du dirigeant<sup>1</sup>.

De fait, l'étendue de la diversification envisageable dans le cadre d'un enracinement du dirigeant dépend du champ dans lequel ses compétences et connaissances peuvent être déployées tout en restant spécifiques par rapport aux actifs impliqués. Shleifer et Vishny (1988, 1989) ne définissent pas les compétences et connaissances du dirigeant. Si nous nous référons à Castanias et Helfat (1992) ou Harris et Helfat (1997), les compétences managériales sont tacites par nature. Elles se développent en grande partie lors d'apprentissage par l'expérience et dépendent de la capacité d'apprentissage initiale du dirigeant. Elles sont attachées à chaque équipe dirigeante et en conséquence difficilement transférables. Ces derniers proposent de les classer suivant leur degré de transférabilité entre firmes, ils distinguent les compétences spécifiques aux firmes, difficilement transférables entre firmes, les compétences liées à un secteur industriel, transférables entre firmes du même secteur et enfin les compétences génériques transférables entre toutes les firmes de tous les secteurs.

---

<sup>1</sup> Nous nous situons donc dans un cadre où la diversification est employée comme moyen initial d'enracinement et non dans celui où un dirigeant déjà enraciné « consommerait » les fruits de sa politique sous forme de diversification pour, par exemple, réduire le risque de son entreprise.

Si nous retenons cette classification, l'enracinement du dirigeant passe, suivant le degré de transférabilité des compétences qu'il a développées, par une spécialisation sur un domaine (métier) propre à l'entreprise dans laquelle il s'est initialement formé (cas de compétences spécifiques à la firme) ou par une concentration dans un secteur d'activité (cas de compétences spécifiques au secteur). Dans ces deux cas, une stratégie de diversification compatible avec un enracinement du dirigeant semble incompatible avec le motif de diversification pour réduction de son risque proposé par Amihud et Lev (1981), puisque la diversification se fait alors dans différents secteurs<sup>1</sup>. Si le dirigeant peut s'enraciner en se fondant sur des compétences génériques, aucun champ d'activité de la diversification n'est a priori fixé et les deux « objectifs » du dirigeant peuvent être simultanément atteints par une diversification assez large. Le concept de compétences fondées sur leur transférabilité reste donc peu opératoire. Un moyen pragmatique de préciser le sens à donner au terme de compétence est de considérer la formation initiale du dirigeant. A la base des connaissances qui lui sont spécifiques, se trouve une formation qui oriente, en partie, son apprentissage ultérieur. Les formations initiales sont d'ordre plutôt financier, marketing, gestion des ressources humaines, juridiques, administratives (ENA) ou scientifiques (Ecoles d'ingénieur). Une formation initiale en marketing permettra au dirigeant de pratiquer un enracinement tout en s'assurant une possible réduction de son risque en investissant dans différents secteurs où le marketing est susceptible de lui conférer un avantage comparatif.

En définissant les compétences managériales en référence à ces grands types de formations initiales, les préoccupations de diversification de son risque et d'enracinement du dirigeant peuvent être simultanément atteintes (Charreaux 1997, p. 50). Par ailleurs, Morck, Shleifer et Vishny (1990) dans une étude des acquisitions en rapport avec les objectifs managériaux mentionnent, sans en souligner l'éventuel contradiction, les deux motifs des acquisitions sus-cités : diversification de son risque et enracinement. Nous retiendrons donc le concept de compétence managériale en référence à un champ de formation initiale.

---

<sup>1</sup> Précisons encore une fois que dans ce cas le motif de diversification de son risque proposé par Amihud et Lev (1981), puisqu'il implique une diversification dans des secteurs variés, n'apparaît **pas valable en tant que moyen** de s'enraciner, mais qu'un dirigeant déjà enraciné (par exemple en s'étant spécialisé dans un secteur) peut mettre en œuvre ensuite une diversification visant à réduire son risque d'emploi en « consommant » ainsi en partie la rente ou quasi-rente préalablement générée.

Nous pouvons dès lors commencer à préciser le type de diversification compatible avec un enracinement. La diversification sera contrainte par la spécialité « fonctionnelle » initiale du dirigeant, i.e dans des secteurs où les compétences et connaissances dérivées de la formation initiale du dirigeant (marketing, finance, gestion des ressources humaines...) sont valorisables. Cette contrainte est relativement lâche et permet au dirigeant de satisfaire son éventuelle recherche de réduction du risque par diversification. Elle ne précise pas a priori le type de diversification. Un ingénieur de formation favorisera les domaines où ses compétences scientifiques et techniques seront valorisables. Il est probable que la diversification apparaîtra liée du point de vue technologique. Une compétence marketing orientera différemment la diversification, les liens techniques ou technologiques devenant moins apparents. Ces compétences apparaissent plutôt génériques et il convient de les restreindre en rappelant que selon Castanias et Helfat (1992), les compétences managériales sont aussi issues de l'apprentissage par l'expérience. On peut penser que les domaines d'activité de l'entreprise dans lequel est intervenu l'apprentissage du dirigeant, autant que sa formation initiale, vont guider ses domaines d'enracinement ultérieurs. Néanmoins, nous pensons que le dirigeant sera incité à ne pas trop réduire a priori le champ des activités dans lesquelles il s'enracinera, car une diversification large l'aide à rassembler des conditions favorables à son enracinement.

### **3.1.2 Les intérêts de la diversification vis-à-vis de la politique d'enracinement**

L'enracinement du dirigeant implique qu'il ne soit pas jugé trop mauvais par le conseil d'administration. Selon Shleifer et Vishny (1988, 1989), le conseil apprécie les performances du dirigeant par rapport à un indice de référence (« benchmark ») qui peut être la performance moyenne des entreprises dans le secteur considéré. Le dirigeant désireux de conserver son poste doit (sur la moyenne période) faire aussi bien que ses concurrents. S'il désire s'enraciner, il devra faire mieux ou laisser croire qu'il fait mieux que la moyenne des entreprises dans le ou les secteurs principaux de l'entreprise. En admettant que les membres du conseil ne le jugent pas que sur des critères boursiers, ils vont se référer à des données comptables ou des données fournies par le dirigeant lui-même. Le dirigeant est incité à manipuler l'information, à augmenter l'asymétrie d'information, afin de rendre plus difficile son exploitation ou de laisser penser qu'il surperforme dans les principaux secteurs d'activités

de l'entreprise.

Or la diversification de l'entreprise constitue un moyen d'augmenter la complexité de l'information (Charreaux 1997, p. 51). Elle permet au dirigeant, en jouant avec les règles comptables ou les prix de transfert entre sous unités, de manipuler le résultat de l'entreprise et surtout sa répartition entre les différentes activités de l'entreprise. Nous avons montré (section 1) qu'une diversification excessive peut altérer les capacités de gestion du dirigeant lui-même. Ce sera, à fortiori, le cas pour les administrateurs qui se révéleront, avant le dirigeant, incapables de décrypter avec précision les chiffres fournis par la direction. Il est ainsi envisageable qu'un dirigeant « plombe » les résultats d'une activité où il ne dispose pas ou plus de moyens d'enracinement (et qu'il compte désinvestir) afin d'améliorer les résultats des activités principales à partir desquelles il met en œuvre son enracinement.

La croissance que permet une stratégie de diversification (cf. section 1), facilite aussi l'établissement de contrats implicites avec les salariés ou managers subordonnés. Ces derniers y voient des opportunités de carrière et d'enrichissement de leur expérience. Ils vont se révéler loyaux vis-à-vis du dirigeant et lui rester fidèle tant que tiennent ces contrats implicites. Pour autant qu'une croissance suffisante permette aux salariés d'investir dans leur capital humain et d'augmenter leur efficacité (Zabojnik 1998), une diversification constitue donc pour le dirigeant un moyen de rendre le capital humain de l'entreprise spécifique à sa personne.

Ces considérations incitent normalement le dirigeant, même si ses compétences spécifiques sont susceptibles d'une application assez étroite, à rechercher un certain niveau de diversification. Il a intérêt à investir dans des activités suffisamment variées afin d'augmenter l'asymétrie d'information avec le conseil. Plus le nombre d'activités sera important, plus l'information sera complexe, et plus le dirigeant pourra à sa guise la manipuler dans la mise en œuvre de son enracinement. Le dirigeant doit aussi, de préférence, investir dans des activités au potentiel de croissance élevé afin de maintenir crédibles et effectifs les contrats implicites conclus avec les salariés. Une diversification relativement large devrait, quelles que soient les compétences du dirigeant, être privilégiée en ce qu'elle permet de réunir des conditions favorables à un enracinement.

Pourtant des mécanismes liés au principe même de l'enracinement vont venir limiter

l'étendue d'une diversification favorable à sa mise en œuvre. En premier lieu, comme le note Shleifer et Vishny (1989), l'enracinement s'applique potentiellement aux dirigeants de tous niveaux et pas seulement à la direction générale. En multipliant le nombre d'activités de l'entreprise, la direction générale risque de perdre une partie du contrôle sur ses filiales ou divisions et permettre le développement d'un enracinement à leur niveau. Hoskisson et Turk (1990) avancent qu'une diversification trop large entraîne une perte de contrôle sur les divisions conduisant à une baisse de performance globale. Hoskisson, Hitt et Hill (1991) proposent une version de cet argument médiatisée par le niveau de risque pris par les managers de divisions : une diversification importante permet à ces derniers de négocier à la baisse les objectifs à atteindre, ils deviennent plus risquophobes. La performance de l'ensemble s'en trouve encore une fois affectée. En second lieu, une diversification trop importante joue contre un enracinement possible du dirigeant. Shleifer et Vishny (1989) ne distinguent que les investissements d'enracinement et les investissements (ultérieurs) de consommation de cet enracinement. Or certains investissements « désenracinent » le dirigeant. Ainsi, une large diversification multiplie le nombre de talents qui pourraient trouver à s'appliquer sur le portefeuille d'activités. Il est raisonnable de penser que plus la gamme d'activités est importante, plus des compétences variées pourront tirer partie de cette diversité (en se désengageant peut être de certaines activités) dans une stratégie d'enracinement. Autrement dit, nous pensons qu'un dirigeant n'a pas intérêt à déployer ses compétences valorisables dans un trop grand nombre de secteurs car il offre à d'autres talents la possibilité de gérer différemment, en se fondant sur d'autres compétences, mais aussi efficacement, le portefeuille de l'entreprise.

Une trop large diversification va à l'encontre d'une diversification profitable à une stratégie d'enracinement par les dysfonctionnements des mécanismes de contrôle qu'elle entraîne et par la multiplication des prétendants au poste du dirigeant en place qu'elle implique. Il existe donc un arbitrage dans une stratégie d'enracinement, quelle que soit la définition donnée aux compétences du dirigeant, entre les avantages et les inconvénients de la diversification qui en limite le niveau optimal. Un dirigeant, s'il s'enracine en investissant dans des actifs spécifiques à ses compétences, devra limiter le niveau de diversification de l'entreprise. Il reste néanmoins difficile de préciser l'étendue optimale de la diversification qui

reste contingente au caractéristiques des compétences du dirigeant (degrés de transférabilité, étendue de l'applicabilité des connaissances génériques de la formation initiale...).

## **3.2 La dynamique du modèle et les coûts potentiels pour les actionnaires**

Nous nous sommes jusqu'à présent intéressé à un *niveau* de diversification compatible avec une stratégie d'enracinement. Le modèle de Shleifer et Vishny (1989) s'attache plutôt à décrire le processus d'enracinement par acquisition et désinvestissement. Nous nous concentrons ici sur ces opérations de diversification (ou de « dédiversification »). L'opération de diversification (acquisition) dans un but d'enracinement est contingente à la menace qui pèse sur le dirigeant du fait de son niveau de performance (3.2.1). Les coûts pour les actionnaires qui découlent du processus d'enracinement sont a priori relativement limités. Ils dépendent in fine du dynamisme du marché du contrôle des entreprises et des dirigeants (3.2.2).

### **3.2.1 Enracinement, performance de l'entreprise, acquisitions, désinvestissements et diversification**

Le dirigeant d'une entreprise, même déjà diversifiée, gère les activités de l'entreprise afin de conserver une spécificité des actifs vis-à-vis de ses compétences. Le modèle est dynamique dans le sens où les compétences du dirigeant sont évolutives et surtout parce que l'environnement de l'entreprise est lui aussi évolutif : de nouvelles compétences voient aussi le jour dans les équipes concurrentes. Un dirigeant investira dans de nouveaux actifs ou activités dès lors qu'il pense bénéficier d'un avantage comparatif dans leur gestion par rapport aux autres. Il se désengagera au contraire d'une activité si, sous l'effet d'un changement dans les conditions d'un secteur, ses compétences perdent en spécificité vis-à-vis des actifs impliqués. La nécessité d'acquérir de nouveaux actifs ou d'en désinvestir se fera sentir de façon d'autant plus impérieuse que l'enracinement du dirigeant s'affaiblit, donc que son risque de révocation s'accroît. Or le risque de révocation provient principalement de

l'appréciation qu'a le conseil d'administration de la performance du dirigeant<sup>1</sup>. Pour Shleifer et Vishny cette appréciation se fait en référence à un indicateur moyen de marché. Il nous est ainsi possible d'établir un lien entre le niveau de performance (relative) de l'entreprise et la politique d'acquisition et de cession du dirigeant.

Si l'entreprise (ou une de ses activités) se révèle faiblement performante par rapport au standard du marché, le dirigeant voit augmenter son risque de perte d'emploi. Il cherche alors à augmenter son enracinement, i.e. le coût de sa révocation pour les actionnaires, en réorientant les fonds de l'entreprise dans de nouvelles activités ou il pense pouvoir rétablir son avantage comparatif. Ainsi, le mécanisme d'enracinement conduit le dirigeant à entreprendre une opération de diversification lorsque la performance de l'entreprise est faible. Dans ce cas, c'est donc la (faible) performance qui conduit initialement à la diversification. Mais nous verrons dans le paragraphe suivant qu'en retour, cette diversification ne sera vraisemblablement pas profitable aux actionnaires puisqu'il s'agit d'un investissement d'enracinement (ou de « ré-enracinement »). Cette opération de diversification se manifestera probablement dans un premier temps par une hausse du niveau de diversification de l'entreprise. Mais il est aussi probable que cette hausse ne sera pas durable dans la mesure où le dirigeant va simultanément (ou ultérieurement, voir antérieurement pour trouver les moyens de financement) désinvestir les activités qui nuisent à son enracinement.

Lorsque l'entreprise dispose d'un bon niveau de performance, le dirigeant enraciné sera moins enclin à diversifier l'entreprise. Il peut certes engager une opération de diversification si celle-ci s'inscrit dans sa politique d'enracinement. Nous avons d'ailleurs vu qu'une diversification mesurée permet de rassembler des conditions favorables à un enracinement (asymétrie d'information, contrats implicites). Mais il peut tout aussi bien surinvestir dans les activités existantes de l'entreprise tant qu'il y possède un avantage comparatif. Une diversification entreprise lorsque la performance de l'entreprise est

---

<sup>1</sup> Le risque de perte d'emploi provient aussi du marché pour le contrôle des entreprises sur lequel des équipes dirigeantes concurrentes peuvent tenter une prise de contrôle afin de s'accaparer une partie des rentes générées par le dirigeant (mais qui peuvent être « investies » dans des contrats implicites ou autres investissements sans valeur pour les actionnaires). Mais Shleifer et Vishny (1988, 1989) supposent que ce marché est relativement inefficace et qu'il n'interviendra qu'en dernier recours, si le conseil est trop laxiste.

satisfaisante, ne correspond, par ailleurs, pas systématiquement à un investissement d'enracinement. Elle peut renvoyer à un autre motif (réduction du risque de l'entreprise, investissement de complaisance) dont le dirigeant tire une satisfaction sans toutefois augmenter le coût de son remplacement pour les actionnaires. Signalons qu'une diversification « de complaisance » correspond à une consommation du dirigeant et qu'elle réduit son degré d'enracinement puisqu'une autre équipe managériale plus compétente en ce domaine pourrait s'enraciner avec cette activité et serait prête à en donner un bon prix. Ces investissements de diversification ne souffrent donc pas d'une « irréversibilité » (perte de valeur à la revente) qui caractérise (par hypothèse) les investissements d'enracinement selon Shleifer et Vishny (1989). Ils ne seront entrepris que si le dirigeant se sent fortement enraciné dans l'entreprise.

Cette analyse nous permet de conclure que des acquisitions de diversification verront plus probablement le jour lorsque l'entreprise est faiblement performante que lorsqu'elle est performante. Nous retrouvons ici, avec une argumentation différente, une idée qui a été plusieurs fois reprise selon laquelle une faible performance induit une diversification. Néanmoins, un bon niveau de performance n'est pas incompatible avec une opération de diversification, que celle-ci corresponde ou non à un investissement d'enracinement. Puisqu'un certain niveau de diversification de l'entreprise peut se révéler favorable au déploiement d'une stratégie d'enracinement (asymétrie d'information, contrats implicites avec les salariés, voire avec les créanciers...), un dirigeant disposant d'un bon niveau de performance peut être incité à investir les fonds de l'entreprise dans un nouveau secteur d'activité où, même si son enracinement n'en bénéficie pas directement, il trouvera, par exemple, les moyens d'une croissance ou d'une diminution du risque de l'entreprise. Il nous reste à évaluer quels sont les coûts pour les actionnaires des opérations (acquisitions, désinvestissements) d'enracinement du dirigeant.

### **3.2.2 Un coût ex-post limité pour les actionnaires mais un comportement opportuniste possible**

Les dirigeants possédant des compétences spécifiques aux actifs gérés, sont capables d'en tirer potentiellement une rentabilité supérieure à une équipe concurrente. Nous ne faisons

ici qu'énoncer la définition de la spécificité selon Shleifer et Vishny (1989). Si les mécanismes de contrôle fonctionnaient bien (conseil et marché du contrôle), les dirigeants en place devraient acquérir ces actifs pour le prix correspondant à la valeur qu'ils auraient, s'ils étaient gérés sous la seconde meilleure équipe et servir ainsi aux actionnaires une rentabilité équivalente à celle que leur servirait la seconde meilleure équipe sans en dériver une partie pour elle-même. Si les dirigeants agissaient ainsi, les actionnaires ne connaîtraient pas de coûts ex-post. Ils pourraient néanmoins subir un coût ex-ante correspondant à l'anticipation de l'accaparement par le dirigeant de la rente qu'il génère alors qu'ils espèrent en recevoir une partie<sup>1</sup>. Le meilleur des états possibles n'est pas atteint pour les actionnaires, mais ces derniers ne sont pas floués. Le problème vient de ce que les mécanismes de contrôle du dirigeant fonctionnent mal. Le dirigeant est contraint principalement par la surveillance du conseil d'administration qui ne le juge qu'en référence à une moyenne du marché et, qui plus est, tolère des écarts par rapport à cette référence. De plus, le dirigeant possède un intérêt personnel dans l'investissement d'enracinement réalisé : il pourra, une fois l'investissement entrepris, dériver la rente sous forme de salaires ou d'avantages divers. Cet intérêt personnel du dirigeant et la faiblesse du contrôle implique selon Shleifer et Vishny (1989) que les dirigeants ont tendance à surpayer leur cible, i.e. à en donner un prix supérieur à celui qu'en donnerait la seconde meilleure équipe alors qu'ils n'offriront pas forcément aux actionnaires une rentabilité supérieure à celle que leur aurait offert, dans le meilleur des cas, cette seconde meilleure équipe. La surprime payée correspond à un coût perdu (« sunk cost »). Cette surprime offerte est imputée par Shleifer et Vishny (1989) uniquement à l'intérêt personnel du dirigeant, mais il est possible de l'imputer aux conditions de la transaction. Si lors de la vente, une multitude d'acheteurs potentiels se présentent et que l'actif est cédé au plus offrant selon un mécanisme d'enchère (à la parisienne), un phénomène de « malédiction du vainqueur » (« winner's curse ») voit le jour. Ce mécanisme implique que le gagnant de l'offre surpaiera

---

<sup>1</sup> Par exemple si le dirigeant acquiert un actif dont les actionnaires pensent qu'il peut en tirer une rentabilité de 15%, mais que celui-ci, adoptant un comportement d'enracinement, ne leur sert qu'une rentabilité de 12% (équivalente à celle qu'aurait servie sans enracinement la seconde meilleure équipe) et dérive le reste sous forme de consommations personnelles, les actionnaires subissent un coût ex-ante. La création de valeur pour eux-mêmes n'est pas aussi importante qu'elle aurait pu l'être s'ils avaient été en situation de s'accaparer une partie de la quasi-rente. Si le dirigeant a acquis cet actif pour un prix correspondant à une rentabilité de 12%, les actionnaires ne sont cependant pas floués ex-post.

systématiquement la cible afin d'être sûr de l'emporter par rapport à une transaction qui aurait eu lieu sur un marché, i.e. avec une multitude d'acheteurs et de vendeurs. Quels que soient les mécanismes en cause, le modèle de Shleifer et Vishny (1989) prévoit qu'un investissement d'enracinement donnera lieu à une surprime payée par l'acheteur. Il s'ensuit que les actionnaires de l'acheteur ne bénéficieront jamais d'une acquisition d'enracinement (sauf à considérer qu'ils puissent s'accaparer une partie de la quasi-rente générée). Toute acquisition, qu'elle représente ou non une diversification, se révèle au mieux neutre du point de vue de la richesse des actionnaires, mais peut se révéler destructrice de leur richesse<sup>1</sup>.

Plus le dirigeant possédera un intérêt personnel dans l'investissement, plus il sera tenté de surpayer la cible et infligera un coût aux actionnaires. Un dirigeant peu enraciné, soumis au risque de perdre sa place sera, comme on l'a mentionné précédemment, incité à entreprendre une diversification de l'entreprise. Nous avons d'ailleurs souligné qu'une faible performance (relative), synonyme d'un faible enracinement est considérée comme une cause de la diversification. Mais le mécanisme décrit par Shleifer et Vishny (1989) implique que cette acquisition, dans laquelle le dirigeant possède un fort intérêt puisqu'elle est son vecteur d'enracinement, ne se révélera, a priori, pas bénéfique pour les actionnaires.

Si chaque acquisition est potentiellement destructrice de valeur pour les actionnaires, le coût des stratégies d'enracinement est limité par les désinvestissements. Les désinvestissements s'analysent dans le modèle de Shleifer et Vishny (1989) de façon symétrique aux acquisitions. Le dirigeant opère un désinvestissement lorsqu'un actif ne lui permet plus de s'enraciner. S'il en est ainsi, c'est qu'il existe sur le marché d'autres équipes dirigeantes dont les compétences sont plus spécifiques à l'actif en question que celles du dirigeant vendeur. Ces équipes vont être tentées, dans un objectif d'enracinement, d'en offrir un bon prix. Ainsi, les désinvestissements se révèlent, contrairement aux acquisitions, potentiellement profitables pour les actionnaires. Il reste que ces derniers ne profiteront pas du produit de la vente puisque le dirigeant possède dans le modèle quasiment tous les droits sur

---

<sup>1</sup> Alors que Roll (1986) suppose que les dirigeants vont surpayer leurs acquisitions parce qu'ils surestiment leur capacité de gestion (« Hubris hypothesis »), l'argumentation est ici différente. Les dirigeants ne surestiment pas leur capacité de gestion, mais, sachant qu'ils ont un avantage comparatif à gérer l'actif dont ils vont tirer des bénéfices personnels, ils surpayent afin d'être sûrs d'emporter la cible.

l'allocation des fonds de l'entreprise (asymétrie d'information). Au total, les actionnaires se trouvent lésés par l'enracinement du dirigeant.

Le dirigeant qui opère une diversification dans une situation de faible performance a opéré antérieurement ou va opérer ultérieurement un désinvestissement puisque sa faible performance est le symptôme de son faible enracinement dans les activités existantes de l'entreprise. Il apparaît donc qu'une diversification d'enracinement provoquée par une faible performance de l'entreprise se révélera, selon le modèle, moins coûteuse pour les actionnaires si elle annonce un désinvestissement à venir qu'une acquisition de surinvestissement dans les activités existantes de l'entreprise. La théorie de l'enracinement n'avance donc pas de coûts spécifiques aux stratégies de diversification. Elle observe que la diversification pouvant se révéler favorable à la mise en œuvre de l'enracinement, elle représente un coût dans la mesure où elle permet un enracinement plus important du dirigeant. La théorie nous renseigne aussi sur les conditions propices à une diversification : une faible performance constitue une forte incitation pour le dirigeant à trouver de nouveaux terrains d'enracinement. Une faible performance devrait donc conduire à une diversification qui ne se révèle toutefois pas forcément profitable pour les actionnaires.

Le solde des acquisitions coûteuses et des désinvestissements (potentiellement) profitables semble indiquer, au total, un coût limité pour les actionnaires. L'importance de ce coût va dépendre du dynamisme du marché des dirigeants et de l'environnement de l'entreprise. Si l'environnement est dynamique, changeant (innovation technologique, organisationnelle), impliquant un renouvellement des compétences managériales pour gérer au mieux les actifs en place, la mise en œuvre d'un enracinement se révélera délicate. Si le marché des dirigeants est dynamique, que se développent continuellement de nouvelles ressources managériales susceptibles de concurrencer celles en place, les dirigeants auront d'autant plus de mal à mettre en place et à profiter de stratégies d'enracinement.

Cette dernière remarque montre que le coût de l'enracinement pour les actionnaires dépend, in fine, de l'inefficience du marché pour le contrôle des entreprises. Si ce marché est suffisamment efficient pour permettre une concurrence des équipes dirigeantes dans la gestion des actifs en place, les actionnaires ne devraient pas pâtir de l'enracinement (faible) des

dirigeants. Ils se trouveraient alors, comme nous le décrivions au début de ce paragraphe, dans le second des meilleurs états possibles, c'est-à-dire avec une rentabilité équivalente à celle que leur offrirait la seconde meilleure équipe dirigeante disponible sur le marché. Le dirigeant ne s'accaparerait que la quasi-rente qu'il dégage. Si, par ailleurs, le conseil d'administration et les actionnaires ne sont pas totalement passifs, les actionnaires peuvent même tenter de s'accaparer une partie de la quasi-rente générée par les compétences du dirigeant. Nous revenons alors au caractère non univoque de l'opportunisme développé au chapitre 6 que révèle la confrontation du modèle de Shleifer et Vishny (1989) avec celui de Castanias et Helfat (1992).

Les coûts des stratégies d'enracinement sont difficilement observables. Nous pouvons néanmoins tenter de déceler leur existence à travers les modes et montant de rémunération des dirigeants suivant leur compétence et les investissements stratégiques réalisés. Selon Shleifer et Vishny (1989), le dirigeant tirera profit de son enracinement pour négocier une rémunération plus élevée. Certes, la rémunération du dirigeant ou de l'ensemble de son équipe peut paraître faible par rapport aux fonds dégagés par l'entreprise. Elle ne représente, qui plus est, qu'un des modes de « consommation » de son enracinement par le dirigeant<sup>1</sup>. Shleifer et Vishny (1989) avancent que le dirigeant privilégiera les contrats non explicites. Dans cette perspective, il profitera de son enracinement en investissant dans ce type de contrats plutôt qu'en affirmant son pouvoir de négociation lors de contrat de rémunération. Le dirigeant préférera, par exemple, garantir à ses subordonnés un taux de croissance de l'entreprise, gagnant ainsi leur confiance et s'affranchissant de leur contrôle, plutôt que de tirer immédiatement des avantages pécuniaires de son enracinement. Ce type de contrats implicites se révèle potentiellement plus coûteux pour les actionnaires qu'un simple surplus de rémunération, mais les deux sont liés et la rémunération des dirigeants peut servir d'indicateur des coûts d'enracinement.

Les études récentes étudiant les rémunérations du dirigeant en fonction de la stratégie

---

<sup>1</sup> Dans une stratégie d'enracinement, le premier souci du dirigeant est de limiter son risque de remplacement. La satisfaction qu'il tire d'une plus grande sécurité dans son emploi peut être vue comme le mode fondamentale de « consommation » de son enracinement. Il peut ensuite, une fois suffisamment sécurisé, dériver des profits personnels de son enracinement.

suivie et des caractéristiques des dirigeants (durée du mandat, compétences) conduisent à des résultats dont les interprétations sont variables (Rose et Shepard 1997, Harris et Helfat 1997). Rose et Sheppard (1997)<sup>1</sup> étudient le lien (positif) entre rémunérations et diversification en tentant de distinguer entre deux hypothèses : l'une stipulant que le lien positif entre ces éléments correspond à une juste rétribution des talents supérieurs des managers des firmes diversifiées, l'autre mettant en avant le comportement opportuniste du dirigeant (enracinement). Les auteurs avancent que selon le modèle de Shleifer et Vishny (1989), une augmentation du niveau de diversification de l'entreprise est associée à une augmentation de la rémunération du dirigeant car elle traduit un enracinement. Or ils observent, à chiffre d'affaires constant (plus d'autres variables de contrôle), qu'une variation positive dans la diversification est associée à une baisse de la rémunération. Ils en déduisent que l'enracinement n'est pas une explication dominante du lien entre diversification et performance<sup>2</sup>. Il nous semble que cette conclusion est contestable pour plusieurs raisons. En premier lieu, le modèle de Shleifer et Vishny (1989) ne stipule pas qu'une variation dans la diversification (acquisition par exemple) traduise forcément un enracinement renforcé. Nous avons vu que les stratégies d'enracinement se développent de façon dynamique à travers les acquisitions et désinvestissements, et qu'un enracinement est possible aussi bien par une acquisition qui renforce la spécialité de l'entreprise (si le dirigeant y possède une compétence spécifique) que par une acquisition de diversification (si le dirigeant cherche un nouveau terrain d'enracinement, afin d'augmenter son enracinement ou de le renouveler s'il s'affaiblit). Une stratégie de (relative) spécialisation<sup>3</sup> peut aussi bien dénoter un enracinement du dirigeant et se traduire dans sa rémunération. Qui plus est, nous avons vu que le dirigeant sera fortement incité à diversifier son entreprise si son enracinement dans les activités principales de l'entreprise est remis en cause. Une opération de diversification si elle peut induire, via

---

<sup>1</sup> Cette étude a déjà été mentionnée dans la première section, nous revenons sur les prédictions quant au lien entre diversification et performance, selon nous contestables, qui sont tirées de l'analyse de Shleifer et Vishny (1989) dans leurs tests empiriques.

<sup>2</sup> Ce qui n'implique évidemment pas que le dirigeant ne s'enracine pas, mais simplement que son enracinement n'est pas perceptible à travers le lien entre stratégie et rémunération.

<sup>3</sup> Nous parlons de *relative* spécialisation, car les auteurs utilisent l'indice d'Herfindahl pour mesurer la tendance stratégique de l'entreprise. Une hausse de cet indice traduit une spécialisation dans le sens où une des activités prend plus d'importance *relativement* au poids des autres dans le chiffre d'affaires total. Il ne s'agit donc pas forcément d'une spécialisation par désengagement total d'un secteur d'activité.

l'enracinement, une hausse des rémunérations, le fera alors avec un certain décalage dans le temps, lorsque le dirigeant aura pu se « ré-enraciner » avec les nouveaux actifs. Or les auteurs n'incluent pas dans leur régression un décalage temporel entre la mesure de variation de la diversification et celle de la rémunération. Ils risquent donc de mesurer, à travers une baisse de la rémunération concomitante à une diversification, la situation d'enracinement faible ou contesté dans laquelle se trouve le dirigeant. Cette relecture de leur analyse conduit à rendre leurs résultats parfaitement compatibles avec un enracinement des dirigeants se traduisant dans leur rémunération<sup>1</sup>. Si nous ajoutons que les deux hypothèses qu'ils tentent de distinguer sont relativement proches, puisque l'enracinement se fonde aussi sur des compétences propres au dirigeant desquelles il tire potentiellement une rémunération supérieure, il convient de fonder notre jugement à l'aune de leurs principaux résultats. On y relève ainsi un impact positif du *niveau* de diversification, de la taille de l'entreprise, de la durée du mandat du dirigeant en place, sur la rémunération. Ces résultats sont tous compatibles avec un enracinement du dirigeant.

Des résultats mettent cependant en doute la capacité des dirigeants à tirer de leur enracinement des profits personnels se matérialisant dans leurs rémunérations. Harris et Helfat (1997) observent ainsi que les successeurs de dirigeant obtiennent (la deuxième année après leur nomination) des rémunérations supérieures lorsqu'ils sont d'origine externe à l'entreprise que lorsqu'ils sont issus de l'entreprise. Or les derniers ont des compétences a priori plus spécifiques aux actifs en place et devraient être en situation d'exiger une rémunération plus élevée. De plus, les dirigeants d'origine externe obtiennent une rémunération (salaires plus bonus) encore supérieure lorsqu'ils ne possèdent aucune expérience, dans les cinq ans précédents leur nomination, dans au moins un des secteurs (niveau SIC 3) de l'entreprise. Ces résultats laissent dubitatifs quant à l'existence même d'un enracinement des dirigeants. Il semblerait au contraire que les dirigeants sans compétences spécifiques soient incités à les développer par une politique de rémunération avantageuse que leur accorde le conseil. Les

---

<sup>1</sup> A décharge des auteurs, il faut noter que ces derniers ne prétendent pas tester le modèle de Shleifer et Vishny (1989). Ils ont simplement recours à une interprétation (contestable) de ce modèle au regard du lien entre diversification et rémunération. Par ailleurs, ils désignent par l'hypothèse « d'enracinement » un champ plus large que l'investissement dans des actifs spécifiques au dirigeant et y incluent tout comportement opportuniste du dirigeant.

dirigeants possédant ces compétences spécifiques gagnant moins (en salaires et bonus, c'est-à-dire des rémunérations non indexées), il reste à expliquer pourquoi. Harris et Helfat (1997) passent en revue plusieurs hypothèses possibles et, compte-tenu des différents tests menés, en retiennent finalement deux possibles qui ne concernent pas directement les compétences spécifiques du dirigeant. La première a trait à l'équité entre rémunération des salariés et ne nous intéresse pas particulièrement. La deuxième remet fondamentalement en cause l'opportunisme des dirigeants qui fonde leur enracinement. Suivant Donaldson et Davis (1991), Harris et Helfat (1997) avancent qu'avec le temps, les dirigeants fusionneraient leur ego avec l'entreprise et accepteraient, pour ce motif non financier, une rémunération moindre lorsqu'ils sont d'origine interne que lorsqu'ils viennent de l'extérieur. Ces hypothèses n'expliquent pas tous leurs résultats mais peuvent en expliquer une partie. On retrouve dans cette dernière hypothèse la « *stewardship theory* » qui, à l'extrême, ne postule aucune inclination opportuniste du dirigeant mais dont on a vu qu'elle peut s'en accommoder (cf. chapitre 6, § 2.2.1).

En conclusion, l'enracinement ne met pas en avant des coûts particuliers liés à une stratégie de diversification. Les coûts d'enracinement sont d'ailleurs difficilement observables. La théorie de l'enracinement décrit un mécanisme général applicable aussi bien au travers d'une stratégie de diversification que d'une stratégie de relative spécialisation. Tout dépend du champ d'application spécifique du dirigeant. N'importe quelle acquisition (diversifiante ou non) se révèle potentiellement destructrice de richesse pour les actionnaires. Cette section se révèle pourtant utile vis-à-vis de l'inclination du dirigeant à entreprendre une diversification pour plusieurs raisons.

Nous avons d'abord montré qu'un certain niveau de diversification de l'entreprise se révèle favorable à la mise en œuvre d'un enracinement du dirigeant. Le dirigeant peut avoir intérêt, même si ses compétences sont spécifiques à un champ d'actif réduit, à diversifier son entreprise. Outre les coûts liés à une diversification, que nous avons présentés dans les sections précédentes (perte d'efficacité managériale, coûts d'agence liés à la réduction du risque), il faut compter les coûts de facilitation de l'enracinement du dirigeant qu'entraîne la diversification. Ce sont aussi des coûts d'agence (augmentation de l'asymétrie d'information, mise en place de contrats implicites).

L'intégration possible en un même ensemble des coûts précédemment vu et des coûts liés à l'enracinement montre que la perspective de l'enracinement est complémentaire à celles étudiées dans les autres sections. Parce que le dirigeant possède des intérêts propres à poursuivre une stratégie et des opérations de diversification, il conduira un éventuel enracinement en ayant recours à cette stratégie, même si, a priori, il peut tout autant s'enraciner dans une stratégie de spécialisation.

Enfin, l'étude du modèle proposé par Shleifer et Vishny (1989) a permis de préciser les conditions augmentant la propension du dirigeant à diversifier son entreprise. Il est en particulier apparu qu'une faible performance (relative) constitue une forte incitation pour le dirigeant à restructurer le portefeuille d'activité de l'entreprise, en investissant dans de nouveaux secteurs. Ce mouvement stratégique est alors entrepris par le dirigeant pour faire face à une situation peu favorable pour lui-même. Avec le principe de l'enracinement, toute action du dirigeant est entreprise dans son propre intérêt uniquement, les moyens de contrôle et d'incitation internes et externes étant relativement inefficients.

## **Conclusion**

Les motifs étudiés conférant au dirigeant une propension à diversifier l'entreprise s'inscrivent dans différents courants théoriques mais conduisent au même constat : la diversification est porteuse de coûts pour les actionnaires. Dans les théories managériales, un comportement intentionnellement opportuniste n'est pas en cause, puisque, initialement, le dirigeant agit sous contrainte d'un niveau de profit minimal : il dispose d'un espace « naturel » de discrétion. La contrainte à laquelle il se heurte reste relativement floue et en cherchant à satisfaire ses objectifs liés en partie à la croissance de l'entreprise<sup>1</sup>, il risque de porter préjudice à l'intérêt des actionnaires. Dans la perspective de l'agence, c'est initialement une sensibilité différente vis-à-vis du risque qui conduit le dirigeant à diversifier l'entreprise au détriment possible (mais non certain) de l'intérêt actionnariale. Enfin, dans le cadre d'une stratégie d'enracinement, le dirigeant cherche à tirer un profit maximal de ses compétences, la

---

<sup>1</sup> Pour un test empirique de l'objectif de maximisation du chiffre d'affaires du dirigeant plutôt que de celui des profits, on pourra se reporter à Amihud et Kamin (1979).

satisfaction et la protection de ses intérêts l'incite à œuvrer contre les actionnaires. En ce sens, la théorie de l'enracinement s'oppose à la théorie de l'intendance (« *stewardship theory* ») dans laquelle le dirigeant fait corps avec l'entreprise et œuvre dans l'intérêt de toutes les parties prenantes.

Les motifs évoqués s'enchevêtrent et se renforcent mutuellement. Ils forment un faisceau de présomptions que le dirigeant, lorsqu'il entreprend une diversification, satisfait ses objectifs propres au détriment possible de celui des actionnaires... ce qui constitue, selon notre définition, les traits d'un comportement opportuniste. En synthèse, nous reprenons dans le tableau 22 les différents motifs, leur implication en terme de diversification et les coûts potentiels dont ils sont porteurs. Le dirigeant est cependant plus ou moins contraint dans la poursuite de ses propres objectifs par diversification par différents moyens et facteurs qui font l'objet du chapitre suivant.

Tableau 22 : *Motifs incitant le dirigeant à entreprendre une diversification et source des coûts potentiels pour les actionnaires.*

<b>Motif théorique en faveur d'une diversification et principe mis en oeuvre</b>	<b>Avantages de la diversification pour le dirigeant</b>	<b>Source de coûts potentiels pour les actionnaires</b>
Recherche de croissance. Investissement dans des secteurs en forte croissance	Croissance plus rapide. Satisfaction de motifs liés à la taille (prestige, pouvoir). Impact positif sur la rémunération	Croissance au-delà d'une taille optimale, altération des capacités de gestion du dirigeant. Risque de développer une stratégie de diversification non liée.
Réduction de son risque d'emploi. Investissement dans des activités différentes afin de lisser les résultats (rentabilités) de l'entreprise	La stabilisation des résultats réduit le risque de perte de réputation, d'une partie de ses rémunérations, voire de son poste que pourrait entraîner une mauvaise performance, même ponctuelle.	Coût d'agence lié à une préférence par le dirigeant des projets moins risqués (risque d'occurrence de ces coûts amoindris selon notre analyse en cas de situation de faible performance). Risque de développer une stratégie de diversification non liée (+Coûts attachés à la recherche de croissance)
Enracinement. Investissement dans des activités où le dirigeant dispose d'un avantage comparatif afin de sécuriser son poste	Augmentation de l'asymétrie d'information avec le conseil et la communauté financière. Conclusion de contrats implicites qui favorisent son enracinement. Le dirigeant peut ensuite se lancer dans des diversifications ne répondant pas forcément à un objectif d'enracinement.	Croissance au-delà d'une taille optimale (surinvestissement). Dérivation de profit au détriment des actionnaires compte-tenu de la sécurité dans son poste. Ce comportement opportuniste peut se traduire sous la forme de diversification excessive, les coûts déjà évoqués trouvent à s'appliquer.

## **CHAPITRE 8 : Les mécanismes modérateurs de l'inclination du dirigeant à diversifier l'entreprise**

Les mécanismes qui vont modérer la propension du dirigeant à diversifier l'entreprise renvoient au système de gouvernement d'entreprise. Le gouvernement d'entreprise fait référence « aux systèmes définissant, délimitant et influençant les pouvoirs et les décisions des dirigeants » (Charreaux 1995). Le champ couvert est vaste. Nous avons déjà évoqué dans la première partie (chapitre 3, § 3.2.2) l'irruption du débat sur le gouvernement d'entreprise en France au cours des années 80, en soulignant qu'il avait mis au centre des préoccupations les relations entre actionnaires et dirigeants. C'est dans le sens restreint des relations entre actionnaires et dirigeants que nous abordons ce thème. Cette approche restreinte est classique, mais continue d'alimenter la recherche académique, comme en atteste la revue de la littérature de Shleifer et Vishny (1997).

Nous présentons d'abord les principaux mécanismes concernant la relation entre actionnaires et dirigeants. Ces mécanismes ont déjà été évoqués avant (particulièrement dans les deux derniers chapitres). La démarche part de mécanismes relativement lâches eu égard à la latitude managériale qu'ils laissent aux dirigeants, pour aller vers des mécanismes plus spécifiques à la charge du conseil d'administration. Nous tenterons de voir dans quelle mesure ces différents mécanismes peuvent contraindre (ou inciter) le dirigeant à entreprendre une diversification (SECTION 1). Les différents mécanismes évoqués trouvent un reflet dans la structure de propriété de l'entreprise. Cette structure de propriété conditionne aussi leur effectivité dans le contrôle du dirigeant. Nous nous proposons d'appréhender ces mécanismes de contrôle et la propension corrélative du dirigeant à diversifier l'entreprise à travers la structure de propriété, c'est-à-dire à travers la nature des principaux actionnaires et leur part dans le capital de l'entreprise. Cette section constitue un préliminaire aux hypothèses et tests qui seront développés dans les chapitres suivants (SECTION 2).

## **SECTION 1 : Les mécanismes de contrôle et d'incitation du dirigeant**

Les mécanismes d'incitation et de contrôle sont classiquement distingués entre mécanismes externes et internes à l'entreprise, dont le contenu varie suivant les auteurs. Charreaux (1997, p. 425), notant que la théorie de l'agence ne permet pas de définir précisément les frontières de la firme, propose de substituer à ce critère de classification un critère centré sur le dirigeant et son entreprise. Il distingue les mécanismes spécifiques de gouvernement, c'est-à-dire ceux qui sont propres à l'entreprise considérée et influencent exclusivement les décisions des dirigeants de cette entreprise, et les mécanismes non spécifiques « *qui ont vocation à influencer les décisions des dirigeants d'une catégorie d'entreprise, voire de l'ensemble des entreprises* ». Cette distinction renvoie en partie, bien qu'elle ne la recouvre pas, à une distinction entre mécanismes formels de gouvernement et mécanismes informels. Nous retiendrons cette dernière dans notre développement, en étudiant dans un premier temps les mécanismes non spécifiques(1.1), puis les mécanismes spécifiques (1.2). Cet ordre de présentation répond à une logique de proximité et de flexibilité des mécanismes vis-à-vis du dirigeant. Les mécanismes non spécifiques considérés (marché des biens et services, marché financier (dont marché pour le contrôle), environnement « sociétal », et surveillance mutuelle entre dirigeants), s'appliquent à tous les dirigeants de la même façon, la contrainte qu'ils exercent délimite leur espace discrétionnaire de façon relativement lâche. Les mécanismes spécifiques étudiés (contrôle direct par les actionnaires, mais surtout contrôle et incitation par le conseil d'administration) sont en contact direct avec le dirigeant, ils délimitent de façon plus précise son espace discrétionnaire, tout en étant contingents à de nombreux facteurs. Cette démarche, qui part de contraintes lâches mais « strictes » (peu flexibles) de la latitude managériale pour aller vers des contraintes plus précises mais contingentes, permet aussi de suivre à rebours les étapes du processus décisionnel proposées par Fama et Jensen (1983)<sup>1</sup>. En effet, même si tous les mécanismes sont en interaction, les mécanismes non spécifiques jouent directement surtout un rôle de surveillance tandis que les

---

<sup>1</sup> Les différentes étapes du processus décisionnel sont l'initiative (proposition de projets), la ratification (choix du projet), la mise en œuvre et la surveillance.

mécanismes spécifiques influent directement plus en amont du processus<sup>1</sup>. Nous nous rapprochons ainsi progressivement de la nature même du dirigeant et de son incitation à entreprendre une diversification, compte-tenu des mécanismes de contrôle. Nous concluons en soulignant l'interdépendance de l'influence des moyens de contrôle et d'incitation et la nécessaire prise en compte de la structure de propriété de l'entreprise (1.3).

## **1.1 Les mécanismes non spécifiques de contrôle et d'incitation**

Ces mécanismes qui, rappelons-le, s'appliquent sans distinction à toutes les entreprises<sup>2</sup>, sont nombreux. Charreaux ( 1997, p. 427) en dénombre une quinzaine. Pour notre part, nous limitant à la relation entre actionnaires et dirigeants, nous n'en retiendrons que les principaux. Les premiers mécanismes, spontanés, sont les mécanismes de marché. Le marché financier est particulièrement important puisque, à travers la cotation des titres, se joue le contrôle des entreprises (prises de contrôle). L'environnement « sociétal » (les modes managériales, le poids respectif des intérêts des différents stakeholders) est lié à ces mécanismes, il influence la perception des acteurs, en particulier celle des dirigeants. Enfin, plus proche des dirigeants, leur surveillance mutuelle exerce aussi une contrainte sur leur comportement<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> Les différents mécanismes jouent tous, directement ou indirectement, sur chaque étape (initiative, ratification, mise en œuvre, surveillance) du processus décisionnel, puisqu'ils interagissent. L'évaluation par le marché peut être prise en compte dans l'évaluation du dirigeant par le conseil, le dirigeant peut, dès l'initiative d'un projet, anticiper la réaction du marché ou des administrateurs...Considérer un effet direct de chaque mécanisme sur les étapes du processus décisionnel se justifie surtout d'un point de vue théorique et pour les besoins de la présentation, d'autant que les étapes du processus décisionnel ne sont pas forcément indépendantes et successives (Charreaux 1997, p. 431).

<sup>2</sup> Etant entendu que notre intérêt va aux sociétés anonymes cotées.

<sup>3</sup> Nous plaçons la surveillance mutuelle entre dirigeants parmi les mécanismes non spécifiques, ce mécanisme étant susceptible de s'appliquer à n'importe quelle organisation. Dans la réalité, l'effectivité de ce mécanisme dépend fortement de caractères spécifiques à l'entreprise, en particulier de sa structure (structure organisationnelle et structure de gouvernement). Ce mécanisme est en fait à la lisière entre les deux types de mécanismes et nous permettra de faire le lien avec les mécanismes spécifiques.

### 1.1.1 les mécanismes de marché

Les différents mécanismes de marché (marché des biens et services, marché financier) sont complémentaires. Le marché des biens et services constitue un mécanisme ultime de contrôle du dirigeant : une entreprise incapable d'offrir des produits ou services créant suffisamment de valeur auprès des clients est éliminée du marché. Si le marché est très compétitif, l'éviction sera rapide, le dirigeant ne pourra, sauf à considérer qu'il dispose de compétences supérieures aux autres, dériver des profits personnels sans que cela se fasse au détriment des acteurs des autres marchés (financier, marché du travail). Si ce marché est peu compétitif, c'est-à-dire qu'il existe des barrières à l'entrée ou des coûts de transaction élevés, le mécanisme de sélection devient plus faible. Des rentes existent qui sont appropriables par le dirigeant ou d'autres acteurs. C'est à ce moment que devient sensible la « complémentarité »<sup>1</sup> entre mécanismes de marché. Une prise de contrôle, via le marché financier, peut intervenir afin de redistribuer les rentes entre acteurs si les dirigeants en place s'en accaparent une part trop importante (Castanias et Helfat, 1992).

Le marché financier, à travers la cotation des titres de l'entreprise<sup>2</sup>, évalue les décisions des dirigeants du point de vue des actionnaires (ou créanciers). Il représente un moyen de contrôle à un double point de vue : d'une part il constitue un moyen de financement de l'entreprise, d'autre part, à travers la cessibilité des titres, il permet le transfert de son contrôle. Si la contrainte exercée par le marché des biens et services est « tendue », le dirigeant ne pourra s'approprier une part importante des gains revenant aux autres parties, en particulier les actionnaires, puisque cela se traduira par une diminution des cours du titre, réduira ses capacités de financement, mettant en péril la pérennité de l'entreprise. Si la contrainte exercée par le marché des biens et service est suffisamment lâche, le dirigeant pourra s'approprier les rentes générées, sans partage entre les partenaires. Néanmoins, si les rentes accaparées sont suffisamment importantes, une autre équipe dirigeante peut tenter de

---

<sup>1</sup> La complémentarité doit ici être entendue dans un sens large. Nous disons simplement que les mécanismes se complètent, sans faire (encore) explicitement référence à la notion de complémentarité/ substituabilité que l'on retrouve en économie.

<sup>2</sup> Nous nous intéressons surtout au marché action, mais des processus semblables existent sur le marché de la dette.

prendre le contrôle de l'entreprise, en partageant avec les actionnaires la rente convoitée. Ce mécanisme fait du marché financier un marché pour le contrôle des entreprises.

Ces mécanismes de marché jouent, en dernier recours, un rôle de surveillance du dirigeant, l'évaluation par le marché en particulier constitue un indicateur pour d'autres mécanismes plus spécifiques (surveillance par le conseil). Il est aussi raisonnable de penser qu'ils sont pris en compte par le dirigeant dès l'initiative d'une opération stratégique. Lorsqu'il entreprend une acquisition, le dirigeant est sensible aux caractéristiques du marché dans lequel il investit, en même temps qu'il anticipe la réaction des marchés à son action. Reste à savoir dans quelle mesure ils contraignent le comportement du dirigeant, ce qui pose la question de leur effectivité.

La cotation des titres de l'entreprise projette une image (bruitée) de la qualité et de l'intérêt pour les actionnaires des décisions du dirigeant. Cette image pouvant être reprise à travers d'autres mécanismes (contrôle par le conseil, mais aussi intervention d'un actionnaire actif), l'impact qu'elle peut exercer sur les choix du dirigeant, reste contingent à l'efficacité des autres mécanismes. C'est donc principalement l'efficacité du marché pour le contrôle qui retiendra notre attention. Là encore, l'effectivité du mécanisme est contingente aux autres mécanismes de surveillance.

Suivant Castanias et Helfat (1992) nous pouvons considérer deux cas de figure : le marché des biens et services est considéré comme proche de l'équilibre, ou il est momentanément déséquilibré sur un ou quelques secteurs et offre à l'entreprise une « rente providentielle » (« windfall rents »). Dans chacun de ces cas, il nous est possible de considérer que le marché des compétences managériales est parfaitement concurrentiel, et, à l'équilibre ou non.

Si les deux marchés sus-cités sont « à l'équilibre », l'efficacité du marché financier en tant que mécanisme de contrôle des dirigeants s'apprécie à l'aune de ce que Castanias et Helfat (1992) dénomment l'hypothèse de « contrôle des entreprises » (« corporate control hypothesis »). Dans ce cadre (classique), le marché financier est un mécanisme de contrôle efficace des dirigeants : les dirigeants moins performants voient leur contrôle sur les actifs de l'entreprise contesté par des dirigeants plus performants (pour les actionnaires). Ces derniers

vont s'en emparer. La différence entre la valeur de l'entreprise sous la nouvelle direction et sous l'ancienne constitue le profit récompensant la fonction de police exercée. Grossman et Hart (1980) ont soulevé un possible dysfonctionnement de ce mécanisme lorsque l'actionnariat de l'entreprise est très dispersé. Supposons que chaque actionnaire soit si petit qu'il estime que sa décision d'apporter ou non ses actions à l'offre faite par l'équipe dirigeante ne puisse en affecter l'issue. Dans ce cas, l'actionnaire qui pense que l'offre publique va réussir, garde ses actions pour profiter de la plus value subséquente à l'opération. Si chaque actionnaire raisonne de la sorte, l'initiateur risque de se trouver en situation d'échec. Dans ces conditions, si l'information à acquérir par l'équipe dirigeante initiatrice est coûteuse, aucune prise de contrôle ne devrait exister dans les entreprises au capital morcelé. Selon Shleifer et Vishny (1988) l'équipe dirigeante acquéreuse dispose néanmoins de moyens pour profiter, au moins partiellement, de la plus value qu'elle contribue à créer. Le capital des entreprises n'est pas forcément atomistique, les acquéreurs peuvent négocier avec des actionnaires leurs blocs d'actions, même si certain « passagers clandestins » profitent aussi de l'opération. Il leur est aussi possible d'acquérir discrètement des actions avant de lancer leur offre publique. Ils profiteront de la plus value qu'ils créent pour la quote part des actions acquises avant l'annonce de leur offre (Shleifer et Vishny 1986). Ainsi, le mécanisme décrit dans l'hypothèse de contrôle des entreprises peut fonctionner, mais les acquéreurs ne profitant vraisemblablement pas de tous les gains et supportant des coûts, il faut que l'inefficacité de l'équipe en place (conséquence possible de son opportunisme) soit importante et patente pour qu'il se déclenche. Seules les équipes dirigeantes lésant franchement l'intérêt des actionnaires seraient donc susceptibles d'être sanctionnées par une prise de contrôle dans ce cadre.

Qui plus est, les dirigeants en place disposent de moyens pour se protéger d'une prise de contrôle inamicale. Shleifer et Vishny (1988) citent les « pillules empoisonnées », mécanismes de défenses diluant la part dans les capitaux de « l'agresseur », annihilant ses droits de vote ou l'obligeant à assumer des obligations financières non désirées en cas d'activation de « la pillule ». En France, les droits de vote double conférés à certaines actions si elles sont détenues depuis un certain temps peuvent entraver les prises de contrôle : il suffit à la direction de se garantir la loyauté d'actionnaires partenaires. Dans cet ordre d'idée, d'autres mécanismes déjà évoqués (cf. chapitre 6 §2.1.1) constituent aussi des moyens de

dissuasion des prises de contrôle inamicales : les participations croisées qui accompagnent souvent les échanges d'administrateurs. Le marché français est caractérisé par un niveau élevé de participations croisées, dont une partie résulte d'une volonté affichée de protection du capital autochtone lors des vagues de privatisation (cf. chapitre 3, § 3.2.1). Bohren et Norli (1997) observent sur le marché norvégien que les participations croisées sont le fait d'entreprises disposant d'une faible participation managériale, d'un faible actionnariat interne et d'un niveau élevé de cash-flow. Ils y voient une tentative collective possible de « protection de leur capital » humain par les dirigeants, ce que nous pourrions retraduire par une tentative d'émancipation face aux forces du marché. Apprécié dans le cadre classique de l'hypothèse de contrôle des entreprises, le marché financier apparaît donc comme un mécanisme de contrôle sévère des dirigeants, mais qui ne joue que dans les cas extrêmes, lorsque l'incompétence ou l'opportunisme managérial (en tant que comportement) est fort. De nombreux chercheurs ont attribué à l'efficacité de ce mécanisme, les prises de contrôle de nombreux conglomérats inefficients (ou supposé comme tel) au cours des années 80 aux Etats-Unis, puis leur démantèlement (Shleifer et Vishny 1997, Donaldson 1997, Bhidé 1997). Ces prises de contrôle auraient contribué, par la menace qu'elles font peser sur les dirigeants d'entreprises diversifiées, à initier le mouvement de « dé-diversification » observé aux Etats-Unis. En France, il ne s'est pas produit de tel phénomène.

Les mécanismes d'émancipation des forces du marché à la disposition des dirigeants restent valables, mais l'appréhension du marché financier en tant que moyen de contrôle s'enrichit si nous levons l'hypothèse d'un marché pour les compétences managériales non parfaitement concurrentiel et en situation de déséquilibre. Deux perspectives déjà présentées (cf. chapitre 6, § 2.1.2) s'affrontent alors (Castanias et Helfat, 1992 versus Shleifer et Vishny, 1989). Selon Castanias et Helfat (1992) les dirigeants sont incités à investir dans leur capital humain afin de générer des rentes managériales. Ceci les rend dépendants vis-à-vis des actionnaires et il est alors dans leur intérêt de ne pas léser les actionnaires. A l'inverse, des actionnaires (internes ou des intervenants externes sur le marché financier) sont susceptibles de les priver de la rente qu'ils ont contribué à générer, soit totalement s'ils les révoquent, soit partiellement s'ils exigent une part de cette rente. Dans la perspective retenue par Castanias et Helfat, en présence de rentes managériales et en l'absence de rentes providentielles, le marché

financier en tant que moyen de contrôle par des équipes externes ne joue pas un rôle crucial pour les actionnaires, puisque les équipes dirigeantes externes n'ont pas la possibilité de recréer, en la redistribuant partiellement, la rente spécifique au manager en place<sup>1</sup>. Le risque existe tout de même que des équipes dirigeantes externes cherchent à prendre le contrôle de l'entreprise afin de s'accaparer les rentes créées que le dirigeant en place n'a pas encore consommées. Les mécanismes de protection employés par les dirigeants face aux forces du marché concurrentiel constituent alors des mécanismes de protection de son capital humain, et non des moyens d'élargir son espace discrétionnaire face aux forces du marché.

Shleifer et Vishny (1989) adoptent, dans un contexte a priori semblable d'existence de rentes managériales, une perspective différente. Cette fois, les acquisitions et le marché des prises de contrôle apparaissent comme le lieu de l'expression de l'opportunisme managérial. Les dirigeants investissent dans des activités où ils disposent d'avantages comparatifs, afin de rendre coûteux pour les actionnaires leur remplacement. Possédant un intérêt personnel dans l'acquisition, ils ont tendance à surpayer leur cible (cf. chapitre 7, section 3). Deux différences contribuent à renverser la perspective par rapport à l'analyse de Castanias et Helfat (1992). D'une part le dirigeant dispose d'une entière discrétion dans l'allocation des fonds générés par l'activité de l'entreprise, tandis que dans le modèle de Castanias et Helfat, les dirigeants sont dépendants du marché pour le financement de leurs investissements. D'autre part, les dirigeants n'ont pas d'investissement préalable à effectuer en capital humain dans le modèle de Shleifer et Vishny (1989) pour acquérir un avantage comparatif dans la gestion d'actifs. Leur compétence, et sa spécificité vis-à-vis de certains actifs, est donnée a priori. Les éventuels investissements en capital humain considérés par Shleifer et Vishny (1989) ne constituent pas un préalable à la création de rentes, ils peuvent cependant favoriser l'enracinement à travers, par exemple, la conclusion de contrats implicites avec les salariés. Pour ces auteurs, la fonction de contrôle qu'exerce le marché financier est donc limitée. Même si le marché des prises de contrôle fait peser une menace sur les dirigeants et peut les conduire

---

<sup>1</sup> Rappelons que les rentes managériales sont attachées au manager en place dans l'entreprise qui a réalisé un investissement dans son capital humain. Le départ du dirigeant entraîne la disparition de la rente. Mais le dirigeant ne « consommant » pas ses rentes immédiatement, cette disparition n'est pas immédiate. Un « outsider » peut chercher à profiter de la rente managériale résiduelle qui subsisterait après le départ de son générateur.

à engager des restructurations, il n'empêche pas que se développent des comportements opportunistes chez certains dirigeants par le biais d'investissements dans des actifs spécifiques.

Convient-il de trancher entre les deux perspectives offertes par Castanias et Helfat (1992) et Shleifer et Vishny (1989) ? Nous avons souligné que les différences dans l'analyse proviennent de différences dans les hypothèses des modèles. La réalité correspond à une situation intermédiaire aux conditions postulées dans chaque modèle. Il est probable que le dirigeant réalise parfois un investissement en capital humain dont il peut tirer des rentes lorsqu'il entreprend un projet d'investissement (ne serait-ce que pour acquérir une connaissance approfondie du secteur). D'un autre côté, une fois cet investissement réalisé, il peut surinvestir dans ce secteur comme le décrivent Shleifer et Vishny (1988, 1989). Encore faut-il qu'il dispose des moyens d'investir. Là encore, la réalité renvoie à une situation intermédiaire à celles décrites par les modèles. Le dirigeant dispose certainement d'une grande discrétion dans l'allocation des fonds générés par l'activité de l'entreprise<sup>1</sup>. Mais cette discrétion n'est pas pour autant totale, les actionnaires peuvent exiger un dividende, ou désirer recevoir une partie du produit de la vente d'un actif sous forme de cash. Par ailleurs, le dirigeant qui réinvestirait systématiquement les fonds générés en interne de façon opportuniste dans des actifs spécifiques à sa compétence, se priverait de tout appel possible au marché et risquerait sa place si les conditions changeantes du marché diminuent la spécificité de ses compétences avec les actifs gérés.

Enfin le débat sur l'efficacité du marché financier dans sa fonction de contrôle au regard de « rentes » peut être élargi. Les dirigeants (leur capital humain) ne sont pas forcément à l'origine de la création de rentes. Castanias et Helfat (1992) s'intéressent aux conséquences de l'irruption de « rentes providentielles »<sup>2</sup> (« windfall rents ») sur le fonctionnement du

---

<sup>1</sup> L'hypothèse de « free cash flows » de Jensen (1986) avance aussi que le dirigeant possède une grande latitude dans l'utilisation des fonds générés par l'entreprise que le conseil ne peut totalement restreindre.

<sup>2</sup> Le terme de « rentes » n'est peut être pas des plus appropriés puisque selon Castanias et Helfat (1992), celles-ci ne sont attribuables à aucun facteur de production en particulier mais plutôt aux changements dans l'environnement de l'entreprise. Ces « rentes » peuvent être négatives comme positives. On pourrait les définir comme des variations importantes non anticipées du slack (financier) organisationnel.

marché pour le contrôle des entreprises. Ces rentes passagères renvoient à une imperfection (ponctuelle) sur le marché des biens et services provoquée par un changement non anticipé dans l'environnement de l'entreprise. Le marché des acquisitions devient alors un marché pour la redistribution (l'accaparement) de rentes. Les auteurs montrent que l'activité du marché, pour le contrôle des entreprises, peut être bénéfique pour les actionnaires si elle engage une redistribution des rentes providentielles accaparées par le dirigeant. Elle peut se révéler non bénéfique si le dirigeant (sortant) de la cible possédait des compétences spécifiques créatrices de rentes qui le liaient aux actionnaires.

En conclusion, nous retenons que les mécanismes de marché, en particulier le marché financier à travers les prises de contrôle, exerce une certaine contrainte sur le dirigeant. Cette contrainte est plus ou moins forte selon le dynamisme des marchés (marché des biens et services, financier, mais aussi des ressources managériales) et la concurrence qu'il entraîne. Il reste que ces mécanismes ne garantissent pas dans tous les cas les actionnaires contre un comportement opportuniste des dirigeants. Le modèle de Shleifer et Vishny (1989), même s'il correspond à une situation extrême, le montre à travers les stratégies d'enracinement. Le modèle de Castanias et Helfat (1992), même s'il retient que le marché pour le contrôle des entreprises ne permet pas des gains d'efficience dans les firmes disposant de rentes, observe que les actionnaires peuvent connaître une perte ou un gain (redistribution) suite à une prise de contrôle<sup>1</sup>. Selon notre définition de l'opportunisme, si l'acquisition entreprise correspond à une diversification et qu'elle se traduit par une chute des cours boursiers, elle est retenue comme acte opportuniste du dirigeant quand bien même l'efficience de l'entreprise resterait inchangée. Les mécanismes de marché, même s'ils représentent une garantie pour les actionnaires face à des comportements opportunistes flagrants (ou face à une incompétence) ne suffisent donc pas à proscrire tout comportement opportuniste. Ils doivent être envisagés comme recours ultime lorsque les autres mécanismes défont dans la protection des

---

<sup>1</sup> Les actionnaires de l'initiateur de la prise de contrôle connaîtront une perte si celle-ci a lieu sur une cible génératrice de rentes managériales mais que le dirigeant acquéreur se révèle incapable de dégager une rente managériale à partir des actifs acquis. Le dirigeant acquéreur peut en effet ne pas distinguer les rentes managériales des rentes « providentielles » de la cible. Dans ce cas, la garantie pour les actionnaires (à travers l'existence de rentes managériales) d'une gestion des actifs de la cible dans leur intérêt disparaît, tandis que le dirigeant paiera la cible pour un montant tenant compte de rentes providentielles qui, étant en réalité d'essence managériales, disparaissent avec le remplacement du dirigeant de la cible.

actionnaires.

### **1.1.2 Autres mécanismes non spécifiques**

Parmi les autres facteurs non spécifiques qui peuvent venir contraindre l'inclination du dirigeant à entreprendre une action contraire à l'intérêt des actionnaires, il en est un qui exerce une influence sur le marché financier et sur le marché (de la réputation) des dirigeants : l'environnement sociétal<sup>1</sup>. L'autre mécanisme que nous retenons dans ce paragraphe est aussi dans une certaine mesure assimilable aux mécanismes spontanés. Il s'agit de la surveillance mutuelle entre dirigeants.

Par l'environnement sociétal de l'entreprise, nous désignons les phénomènes qui prennent corps à un moment donné, qui ont trait aux valeurs de notre société et exercent seulement indirectement un effet sur l'inclination du dirigeant à diversifier son entreprise. Cette définition large concerne, pour notre objet, le regard de l'opinion commune et de la communauté financière vis-à-vis des différents types de stratégies. Nous avons déjà invoqué cet environnement sociétal en tant que facteur défavorable aux stratégies de diversification dans la première partie de la thèse (cf. chapitre 3, 3.1 et 3.2.2.2). Nous ne faisons donc ici qu'un rappel où ces facteurs sociétaux sont mis en rapport direct avec l'inclination du dirigeant à diversifier l'entreprise, i.e. avec la satisfaction qu'il peut tirer des stratégies de diversification.

Les dirigeants tirent plus ou moins (selon leur caractère) une satisfaction personnelle de l'image dont ils bénéficient dans la société au sens large. Les médias spécialisés dans le domaine de la stratégie et de la finance constituent une tribune pour les dirigeants et une source d'information pour les personnes s'intéressant à la vie des entreprises. Or nous avons vu (chapitre 3, 3.1.3) que depuis le milieu des années 80, le terme de recentrage revient comme un leitmotiv, un mot d'ordre à suivre pour chaque dirigeant « efficient » (selon l'opinion commune, non initiée), et que ce terme fait souvent référence à une stratégie de

---

<sup>1</sup> Suivant Charreaux (1997, p. 428), nous retenons le terme d'environnement lorsqu'il n'existe pas de liaison directe avec la firme lors d'une transaction. Le terme de marché est employé lorsqu'il existe une liaison directe (opération de vente ou d'acquisitions de ressources).

spécialisation. Il est possible que certains dirigeants soient sensibles à l'image dont ils bénéficient dans le public et que leur propension à entreprendre une diversification se trouve marginalement affectée par l'opinion commune. L'opinion commune se reflète aussi dans les cours du titre. Une opération stratégique qui se départit du « stratégiquement convenable » risque de se traduire (même si ce n'est qu'à court terme) par une chute des cours boursiers et d'altérer l'image du dirigeant. Cet effet reste, quoiqu'il en soit, forcément marginal. Il est probable que cette opinion commune aura plus d'impact sur le discours tenu par le dirigeant autour de la stratégie mise en œuvre que sur sa propension même à entreprendre une diversification.

Un autre phénomène caractérise la fin des années 80 en France : l'irruption du débat sur le gouvernement d'entreprise et la généralisation de l'idée (commune) que la « création de valeur » est une création de valeur pour l'actionnaire. Ce phénomène prégnant n'est probablement pas sans conséquence sur le comportement du dirigeant, au cours du processus de décision, en fonction de son anticipation de la réaction des marchés financiers. Certains chercheurs ont même avancé que cette « dictature de l'actionnariat » pouvait amener les dirigeants à privilégier le court terme au détriment des capacités de création de richesses (dans l'intérêt de toutes les parties, i.e. l'intérêt social) à long terme. Certes, le primat de l'actionnaire sur les autres parties est fortement contesté, tout au moins discuté, par les chercheurs en sciences de gestion (Caby et Hirigoyen, 1997 ; Charreaux 1997, 1998) et les dirigeants français ne semblent pas dupes face à la partialité et l'incomplétude des « nouveaux » outils de gestion par la valeur (pour les actionnaires) (cf. Enjeux les Echos octobre 1999). Il reste néanmoins que ce phénomène peut exercer une influence sur l'importance accordée par le dirigeant à la réaction anticipée des cours boursiers lorsqu'il envisage de réaliser une opération stratégique. Cumulée à l'image négative que renvoie une diversification mal comprise par la communauté financière, les phénomènes sociétaux pourraient exercer une influence négative sur la propension du dirigeant à entreprendre une diversification. L'environnement sociétal ne constitue pas un *mécanisme* de contrôle et d'incitation du dirigeant. Il correspond à un *élément* du gouvernement d'entreprise qui influe sur le schéma cognitif du dirigeant.

Le marché des compétences managériales (marché des dirigeants) est un mécanisme

d'incitation. Plus celui-ci sera dynamique, plus le marché (financier) pour le contrôle des dirigeants sera efficient. L'environnement sociétal, peu favorable à la diversification, exerce une influence, via le prestige dont jouit le dirigeant et la performance de sa stratégie pour les actionnaires, sur sa réputation sur le marché des dirigeants. L'opportunisme passe par l'instauration d'une relation de dépendance réciproque mais déséquilibrée (chapitre 6). En entamant sa réputation sur le marché des dirigeants, le dirigeant diminue la dépendance des actionnaires vis-à-vis de sa personne. Il est donc dissuadé d'adopter un comportement opportuniste (via une diversification), non seulement pour éviter l'éventuelle sanction par le marché du contrôle des entreprises, mais aussi corrélativement pour préserver sa capacité à trouver sur le marché un poste qui augmenterait sa satisfaction. Ce mécanisme est renforcé par la surveillance qu'exercent sur lui les dirigeants subalternes. Fama (1980) avance que la valeur des cadres sur le marché du travail étant liée à la performance de leur entreprise, il est dans leur intérêt de contrôler la gestion de leur dirigeant. Si cette gestion ne leur semble pas optimale, ils réagiront soit en l'annonçant publiquement, soit, pour les plus performants, en quittant l'entreprise<sup>1</sup>. Dans les deux cas, l'impact sur la réputation du dirigeant sera négatif et la performance de l'entreprise en subira les effets négatifs.

Ce mécanisme de contrôle par les cadres ou dirigeants subalternes peut néanmoins être partiellement neutralisé dans le cadre d'une stratégie de diversification. Nous avons avancé (chapitre 7, section 1, section 3), que la diversification en tant que moyen de croissance permettait au dirigeant de se garantir de la loyauté des dirigeants subalternes en leur offrant, en interne, des possibilités de promotion. Shleifer et Vishny (1989) avancent que les contrats implicites ainsi conclus avec les salariés constituent des moyens d'enracinement des dirigeants. Il est donc permis de douter du caractère dissuasif de la surveillance par les salariés, particulièrement dans le cadre de stratégies de diversification expansive, où tant les salariés que les dirigeants trouvent a priori leur compte.

---

<sup>1</sup> Une autre stratégie est envisageable par les dirigeants subalternes : le « putsch », c'est-à-dire la prise de contrôle de l'entreprise et l'éviction du dirigeant peu compétent ou dérivant trop de profits personnels de la gestion des actifs. Nous n'entrons pas dans le détail de l'entreprise en tant que jeu politique, quoique cette conception peut être développée (Mintzberg 1986). Le faible nombre de tels « putschs » laisse penser que ces stratégies sont difficiles à mettre en œuvre ou que le dirigeant en place est enraciné grâce à des contrats implicites conclus avec ses salariés.

En conclusion, les mécanismes non spécifiques de contrôle ne contraignent que faiblement le dirigeant dans le comportement opportuniste qu'il pourrait adopter vis-à-vis des actionnaires. Les conditions de concurrence sur les différents marchés (biens et services, financier pour le contrôle des entreprises, compétences managériales), l'environnement sociétal, définissent l'étendue de la discrétion managériale mais ne suffisent vraisemblablement pas à proscrire la mise en œuvre d'une diversification qui se ferait au détriment de la richesse des actionnaires. Ceci ne doit pas étonner et ne constitue pas une nouveauté. C'est justement l'incapacité des relations de marché à réguler les rapports entre dirigeants et actionnaires qui justifie, selon la théorie des coûts de transaction, l'existence de mécanismes spécifiques, tel le conseil d'administration. Nous consacrons la sous-section suivante à ces mécanismes qui interviennent au cœur même du processus décisionnel.

## **1.2 Les mécanismes spécifiques, le contrôle et l'incitation par le conseil d'administration**

Là encore les mécanismes de gouvernement d'entreprise sont nombreux. Charreaux (1997) en note une dizaine. Pour notre part, nous en retiendrons essentiellement deux : le contrôle direct par les actionnaires (en assemblée générale) et surtout le conseil d'administration, structure spécialisée régulant les rapports entre actionnaires et dirigeants (Williamson 1994)<sup>1</sup>.

Le contrôle direct par les actionnaires sera approfondi dans la section suivante : la nature et l'importance de la participation détenue déterminent en grande partie le poids dont dispose un actionnaire sur le dirigeant. Soulignons simplement que l'actionnaire n'a pas comme seul moyen d'action, si la relation de dépendance est déséquilibrée et que le dirigeant se révèle opportuniste, la « défection » (« exit »), c'est-à-dire la vente de ses titres. A côté de cette option, qui se réfère aux mécanismes de marché, il peut choisir de faire entendre sa voix.

---

<sup>1</sup> Rappelons que le conseil d'administration n'est pas uniquement le représentant des actionnaires dans la théorie des coûts de transaction. Tout partenaire engagé dans une relation portant sur un actif spécifique (difficilement identifiable, redéployable) trouve normalement sa place au sein de cette institution. Williamson accorde tout de même une place prédominante à la représentation des intérêts actionnariaux au sein de cette structure de gouvernement.

Ceci passe par la proposition de résolutions aux assemblées générales, le refus de voter une résolution proposée par la direction. Il dispose de ces moyens d'actions s'il acquiert un bloc d'actions ou fédère les intérêts de petits actionnaires. Il est de ce fait possible de parler d'un « marché pour le contrôle partiel des entreprises » concernant ces actionnaires. Holderness et Sheehan (1985) ou Barclay et Holderness (1991) observent qu'aux Etats-Unis, l'achat de blocs d'actions par des actionnaires actifs est suivi d'une hausse des cours de l'entreprise et d'une augmentation du turnover des dirigeants. Bethel, Liebeskind et Opler (1997, 1998) ajoutent que ces « prises de contrôle partiel » se font plus souvent dans des firmes diversifiées et qu'une accélération des désinvestissements est sensible après l'achat de blocs d'actions. Même les résultats comptables des entreprises visées connaissent une amélioration significative suite à l'arrivée de ces actionnaires. Ces résultats sont compatibles avec une pression exercée sur les dirigeants pour revenir sur une diversification inefficace, donc opportuniste selon notre définition.

A la limite ces actionnaires actifs peuvent entrer au conseil d'administration pour influencer la politique stratégique de l'entreprise. Nous nous concentrerons dans ce paragraphe sur le rôle du conseil d'administration. Ce rôle présente deux faces complémentaires que nous étudierons successivement. Le conseil est légalement le garant des intérêts actionnariaux à travers le contrôle qu'il exerce au cours des différentes phases du processus de prise de décisions (ratification, surveillance) (§ 1.2.1). Ce contrôle s'appuie sur un effet dissuasif : la menace de révocation (§ 1.2.2). Il prend aussi une forme incitative, principalement à travers la politique de rémunération des dirigeants (§ 1.2.3).

### **1.2.1. Présentation et conceptions du conseil d'administration**

Si le conseil d'administration est un mécanisme spécifique, il se fonde avant tout sur un cadre législatif, environnement non spécifique à l'entreprise. La loi organise sa formation et son fonctionnement et décrit ses fonctions<sup>1</sup>. Dans les faits, les principales décisions du

---

<sup>1</sup> Le conseil doit être composé de 3 à 12 ou 15 membres suivant que la société est admise ou non à la cote officielle. La loi de 1966 investit le conseil d'administration des « pouvoirs les plus étendus pour agir en toute circonstance au nom de la société » (L. 98, al.1).

conseil, présidé dans sa forme classique par un président exécutif, concernent la nomination et la révocation des organes de direction importants (présidents, directeurs généraux), elles consistent aussi à ratifier les orientations qui engagent le patrimoine de l'entreprise, à exercer sur la conduite des affaires une surveillance (plus ou moins active), enfin à s'assurer du bon fonctionnement des assemblées d'actionnaires (convocations, informations, arrêté des comptes). Comme le note Godard (1996), les différentes dimensions du rôle du conseil relèvent plus du domaine du contrôle que de celui de la décision.

Deux types d'organisations possibles des conseils coexistent : la forme classique où le président du conseil est aussi président de l'exécutif au sein de l'entreprise, et la forme alternative directoire/ conseil de surveillance. Dans cette dernière, l'exécutif est composé d'un collège de personnes sous surveillance d'un conseil indépendant. Cette forme s'avère peu répandue<sup>1</sup> et peu différente du conseil d'administration classique<sup>2</sup> auquel nous ferons donc référence ici. Dans l'esprit du législateur, la forme avec directoire correspond au souci de séparer explicitement les fonctions de décision et de contrôle (art. 119, 120 et 128, loi du 12 Juillet 1967).

Des études se sont penchées sur une éventuelle supériorité d'une forme d'organisation du contrôle sur l'autre. Dans une perspective d'agence « classique », la forme directoire/ conseil de surveillance, que l'on pourrait qualifier de structure duale<sup>3</sup>, devrait permettre une meilleure séparation des fonctions (de décision et de contrôle) et empêcher que le dirigeant n'étende trop son influence sur le conseil. Quelques résultats vont en ce sens et font apparaître un turnover des dirigeants plus important (Harrison, Torres et Kukalis, 1988 ; FizeL, Louie et

---

<sup>1</sup> Dans l'étude de Charreaux et Pitol-Belin (1987), seules 11% des entreprises (sur un échantillon de 120) ont un directoire. Les chiffres rapportés par l'enquête KPMG (1998) sur les grandes entreprises françaises révèle une légère augmentation du nombre de sociétés à conseil de surveillance, ces dernières restant toutefois largement minoritaires (47 sur 250 en 1997).

<sup>2</sup> La principale différence provient de la révocation des dirigeants que le conseil de surveillance ne peut que proposer à l'assemblée des actionnaires. Par ailleurs la nomination des membres du directoire se fait par le conseil de surveillance sur proposition du président du directoire.

<sup>3</sup> En général, les études américaines (et françaises) appliquent le terme « dual » au dirigeant. On se trouve alors en situation de dualité lorsque, à l'inverse du cas cité, le dirigeant cumule le rôle de président du conseil et de chef exécutif. Ceci provient de ce que la théorie de l'agence postulant comme « normale » (ou au moins souhaitable) une stricte séparation entre décision et contrôle, le cumul ou le chevauchement des deux fonctions est désigné comme dual.

Mentzer, 1990) ou une moindre adoption de pilules empoisonnées (Malette et Fowler 1992) lorsque la structure duale (conseil de surveillance) est privilégiée. Mais l'éventuelle supériorité de la structure duale (i.e. avec conseil de surveillance) devrait surtout se traduire dans les performances des entreprises. Or, les résultats des études ne vont pas toutes dans ce sens. Si les résultats de Rechner et Dalton (1991) accréditent cette thèse (avec des mesures comptables et une étude longitudinale), ceux, plus fouillés, de Brickley, Coles et Jarrel (1994) ou Baliga, Moyer et Rao (1996) n'observent pas de relation entre la formule choisie et la performance. Chez ces derniers, le marché est insensible à l'annonce d'un changement de statut du dirigeant (autant lorsqu'il passe d'une situation de président du directoire à celle de président du conseil d'administration classique qu'en sens inverse), la performance d'exploitation n'est pas non plus sensible au changement de statut, et il n'existe que de faibles résultats en faveur d'une performance de long terme supérieure pour les firmes disposant d'une structure duale. Brickley, Coles et Jarrel (1994) avancent, en conformité avec leurs résultats, que les coûts engagés dans une dissociation des fonctions de président de l'exécutif et président du conseil en excèdent les bénéfices. Donaldson et Davis (1991), avec une mesure certes sommaire de la performance de l'entreprise<sup>1</sup>, concluent même à une supériorité de la forme classique du conseil d'administration sur la forme avec conseil de surveillance.

D'un point de vue théorique, les résultats contradictoires, ou non concluants, des études citées conduisent généralement les auteurs à adopter deux postures. Soit ils insistent sur l'interdépendance des différents mécanismes de contrôle qui dénie toute supériorité d'un mécanisme ou d'une structure pris isolément sur les autres (Baliga, Moyer et Rao, 1996), soit ils mettent en avant les coûts de coordination qu'entraînent la séparation des fonctions de décision et de contrôle (Donaldson et Davis, 1991). Ce dernier point de vue, souvent associé à

---

<sup>1</sup> Les mesures employées sont des mesures comptables (ROE) qui ne tiennent pas compte d'un possible effet sectoriel, ou, la croissance de la capitalisation boursière (corrigée des dividendes) sur une période de 3 ans, mais celle-ci n'est encore une fois non corrigée pour le risque et/ou pour un effet sectoriel.

la « *stewardship theory* »<sup>1</sup>, doit retenir notre attention : il avance que le conseil n'est pas seulement une structure de contrôle, mais aussi une structure de coordination devant permettre une prise de décision efficace compte-tenu de l'environnement de l'entreprise.

Finkelstein et D'Aveni (1994) tentent d'intégrer les deux points de vue en étudiant quels facteurs externes et internes influencent le choix de la forme du conseil. Ils trouvent en particulier que la forme avec conseil de surveillance est plus commune lorsque le dirigeant dispose d'un pouvoir informel élevé et lorsque la performance de l'entreprise est élevée. Mais la vigilance du conseil (variable liée aux représentants externes dans le conseil) est plus élevée dans la forme classique du conseil d'administration. Dans la même veine, Godard (1998) étudie les déterminants du choix entre forme classique et forme duale du conseil en France. Elle montre que des variables d'environnement (le secteur, la volatilité et la complexité de l'environnement) influent sur l'adoption d'une structure de conseil. A l'inverse, le niveau de profitabilité n'a pas d'impact sur ce choix. Ses résultats confirment que la forme du conseil est contingente à l'environnement concurrentiel de l'entreprise. Boyd (1995) s'intéresse à la forme et la force de la relation entre performance et type de conseil suivant différentes caractéristiques environnementales de l'entreprise. Ils concluent qu'aucune forme n'est systématiquement supérieure à l'autre : chaque type de conseil est plus ou moins en adéquation avec les caractéristiques de son environnement concurrentiel.

Cette digression sur la forme du conseil et son implication pour la performance de l'entreprise ne retiendra pas davantage notre attention. Nous ferons dorénavant référence au conseil classique, le plus répandu. Elle a cependant le mérite de mettre en lumière le double rôle que joue le conseil. Si, dans notre perspective, ce dernier est envisagé principalement comme un moyen de contrôle de l'entreprise, nous ne pouvons totalement passer sous silence sa contingence vis-à-vis des conditions environnementales. Cette contingence renvoie autant à

---

<sup>1</sup> La *stewardship theory* (Donaldson 1990, Donaldson et Davis 1991, Fox et Hamilton 1994) retient dans sa forme extrême que la fusion de l'ego du dirigeant avec son entreprise réduit l'intérêt qu'il convient de porter au problème du contrôle. Il convient plutôt de donner au dirigeant les moyens d'une prise de décision maximisant la valeur de l'entreprise pour les différents partenaires. Nous avons cependant avancé (chapitre 6) que ce point de vue n'est pas antinomique avec une inclination opportuniste du dirigeant, mais que ce dernier n'adoptera pas de comportement opportuniste vis-à-vis des apporteurs de ressources essentiels au développement de l'entreprise... dont font partie les actionnaires depuis la fin des années 80.

une adaptation de la forme du contrôle à l'environnement qu'au moyen de coordination qu'il représente. Le rôle du conseil ne se limite pas à contrôler le dirigeant « en interne », il fait le lien entre l'entreprise et son environnement (Pfeffer, 1972). La théorie de la dépendance envers les ressources avance ainsi que le conseil est un moyen pour l'entreprise (et son dirigeant) d'accéder aux ressources environnementales essentielles au développement de l'entreprise. On retrouve le point de vue de la « *stewardship theory* » qui relègue au second plan la question du contrôle du dirigeant par le conseil, et argue qu'il convient plutôt de le considérer comme un outil au service du dirigeant permettant d'améliorer l'efficacité (pour tous, y compris les actionnaires) de l'organisation (Donaldson et Davis 1991). Godard (1996, 1997) développe ces deux conceptions du conseil, ce qui l'amène à considérer l'influence du conseil d'administration sur la stratégie, mais aussi une relation inverse d'influence de la stratégie sur le conseil<sup>1</sup>.

En résumé, plusieurs conceptions du conseil sont envisageables. L'approche purement juridique trouve une transcription économique à travers la théorie de l'agence « classique ». Le conseil est alors essentiellement un organe de contrôle du dirigeant qui n'intervient pas directement dans les décisions de l'entreprise, mais qui les modèle indirectement à travers son contrôle (et sa prise en compte dans le schéma cognitif du dirigeant). C'est ce point de vue qui est ici principalement développé. Une conception plus managériale nous conduirait cependant à envisager le conseil comme outil, au service du dirigeant et des actionnaires, qui favorise une adéquation et une emprise de l'entreprise sur son environnement. Bien que cette seconde conception ne soit jamais totalement absente de nos préoccupations, elle donnera lieu à de moindres développements compte-tenu de l'objet de la thèse et des tests réalisés.

### **1.2.2 Le contrôle par la dissuasion : Révocation du dirigeant et types de contrôle du conseil**

Le dirigeant peut être révoqué à tout moment par le conseil d'administration. Nous commençons par présenter les facteurs qui influencent ou limitent la probabilité de révocation

---

<sup>1</sup> On trouve un résumé de Godard (1996) dans Godard (1997) sur ce point. Ses résultats indiquent que la stratégie (de diversification) influence la composition du conseil, son mode de contrôle, tandis que la relation inverse est plus faible.

du dirigeant. Le jugement que porte le conseil sur le dirigeant et qui peut aller jusqu'à sa révocation dépend à la base des modes de contrôle qu'il privilégie. La présentation des différents modes de contrôle généralement distingués permet de comprendre pourquoi, suivant les situations (performance de l'entreprise, composition du conseil), la probabilité de révocation du dirigeant varie.

Dans quasiment toutes les études empiriques, la performance de l'entreprise apparaît comme un facteur systématique influençant la probabilité de révocation du conseil : une faible performance entraîne une plus grande probabilité de révocation. Les mesures de performance sont variées (le plus souvent boursières), mais elles sont, en général, ajustées par celles du marché ou du secteur principal de l'entreprise afin de tenir compte du jugement relatif que porte le conseil sur la performance du dirigeant<sup>1</sup>. Il est supposé que le conseil ne fonde pas son jugement uniquement sur une mesure absolue de la performance, mais qu'il cherche à éliminer la part de la performance qui s'explique par des considérations liées au marché.

Coughlan et Schmidt (1985) analysent les décisions de rémunération et de révocation prises par les conseils de 249 entreprises américaines sur la période 1978-1980. Leurs résultats confirment l'existence d'une relation inverse entre performance (boursière nette de celle du marché) de l'entreprise (période t) et probabilité de révocation (période t+1 et t+2), en tenant compte de l'âge et de la rémunération (période t). Les résultats de Warner, Watts et Wruck (1988) vont dans le même sens. En découpant leur échantillon par déciles en fonction de la performance, et en effectuant des régressions logistiques séparées sur chaque décile, ils observent cependant que la probabilité de changement de dirigeant n'est affectée que par des niveaux très faibles de performance. Weisbach (1988) présente des résultats similaires. Enfin Denis et Denis (1995) ou Jagannathan (1996), observent que les performances comptables (ajustées sectoriellement) sont faibles pour les firmes qui connaissent un changement de dirigeant. Jagannathan (1996) constate en outre que la profitabilité (mesure comptable ajustée sectoriellement) et la part de marché des firmes qui connaissent une révocation volontaire de

---

<sup>1</sup> Les études sur lesquelles nous nous fondons ne représentent qu'une petite partie des études existantes. Néanmoins, les revues de la littérature des études que nous citons permettent de distinguer les traits saillants (facteurs dominants) généralement retenus. Pour une revue complète, le lecteur pourra se reporter à Caby et Hirigoyen (1997, annexe 9) ou à Godard (1996, p. 62-68).

leur dirigeant sont en déclin dans les deux années précédant la révocation<sup>1</sup>. L'impact positif de la performance sur la stabilité du dirigeant dans son poste est aussi observé en France par Pigé (1996) sur un échantillon de 222 grandes entreprises françaises sur la période 1986-1989, les firmes ayant connu une rotation de leur direction affichent une performance (boursière relative et mesurée par les cash-flows) inférieure aux autres l'année de la révocation et l'année précédente. L'impact négatif de la performance sur la rotation des dirigeants est donc robuste et confirme le rôle de contrôle joué par le conseil. Il semble néanmoins, selon certains résultats (Warner, Watts et Wruck, 1988 ; Weisbach 1988), que le conseil ne prend cette décision que lorsque les performances de l'entreprise sont notablement inférieures à celles de ses pairs.

A coté des caractéristiques propres à l'entreprise ou au dirigeant (âge en particulier) qui sont souvent prises en compte dans les études sus-citées, les caractéristiques propres au conseil d'administration vont aussi venir influencer la probabilité de révocation du dirigeant. Nous avons déjà évoqué la forme du conseil, avec ou sans conseil de surveillance, comme influençant la rotation des dirigeants, la forme avec conseil de surveillance semblant favoriser une plus grande rotation (Harrison, Torres et Kukalis, 1988 ; FizeL, Louie et Mentzer, 1990). Weisbach (1988) avance que la sensibilité du conseil aux mauvaises performances de l'entreprise va dépendre de sa composition. Il est fait l'hypothèse que les administrateurs externes, généralement définis comme les administrateurs ne disposant pas de poste exécutif au sein de l'entreprise (chez Weisbach (1988), ils n'entretiennent pas non plus de relation d'affaires ni de famille avec l'entreprise ou son dirigeant), sont plus indépendants vis-à-vis du dirigeant. Les administrateurs internes sont potentiellement plus soumis au dirigeant puisqu'ils sont ses subordonnés au sein de l'exécutif. Par ailleurs des contrats implicites, concernant leur promotion par exemple, ont pu être noués entre eux et le dirigeant. Ceci peut affecter l'efficacité de leur contrôle. Brickley, Coles et Terry (1994) remarquent que la réaction des cours boursiers à l'annonce d'adoption de « pilules empoisonnées » est positive lorsque le conseil est dominé par des administrateurs externes, tandis qu'elle devient

---

<sup>1</sup> L'échantillon est composé de 187 changements de dirigeant ( dont 94 révocations forcées par le conseil). Entre janvier 92 et mars 93.

significativement négative lorsque ce n'est pas le cas. La réaction du marché à ces annonces est positivement corrélée à la fraction d'administrateurs externes au conseil. Ils interprètent ces résultats comme traduisant un contrôle plus efficace des administrateurs externes, dans l'intérêt des actionnaires. Byrd et Hickman (1992) examinent 128 offres publiques réalisées entre 1980 et 1987, ils observent que la réaction des cours de l'acquéreur est moins négative pour les firmes dont le conseil est dominé par des administrateurs externes<sup>1</sup>. Ces résultats indiquent encore une fois un contrôle plus strict par les administrateurs externes.

Il semble donc que la performance de l'entreprise soit un déterminant important de la probabilité de révocation du dirigeant. En même temps, la composition du conseil détermine en partie l'efficacité du contrôle. Ces deux observations ne sont pas indépendantes : Weisbach (1988) montre que la relation négative entre performance et rotation des dirigeants n'existe que pour les firmes dominées par les administrateurs externes, définie comme celles qui ont au moins 60% d'administrateurs externes. Ceci nous amène à considérer que l'évaluation du dirigeant par les administrateurs va dépendre de la qualité des administrateurs. Les administrateurs externes sont peut être plus indépendants, mais ils disposent aussi de moins d'informations pour juger de la performance et du bien fondé des actions entreprises par le dirigeant. Ils fonderaient donc leur évaluation sur des critères quantitatifs tels que les résultats financiers ou boursiers. Les administrateurs internes, disposant d'une information plus complète, puisqu'ils ont un poste exécutif au sein de l'entreprise, ne se reposeraient pas uniquement sur ces critères financiers. Cette hypothèse renvoie au mode de contrôle qu'exerce le conseil sur le dirigeant.

Si l'on se réfère au processus de décision au sein de l'entreprise, le contrôle par le conseil d'administration intervient à deux niveaux. Le dirigeant initie dans un premier temps les projets réalisables, le conseil intervient alors au niveau de la ratification, c'est-à-dire du choix des propositions à mettre en œuvre. Lors de cette étape de ratification, le conseil doit être en mesure d'évaluer de la qualité des projets ex-ante, sans pouvoir faire appel à une

---

<sup>1</sup> En France, les résultats obtenus par Charreaux (1991) font apparaître la variable « pourcentage d'administrateurs externes » comme n'ayant pas d'impact significatif sur la performance, quelle qu'en soit la mesure.

quelconque mesure, hormis les prévisions fournies par la direction. Les administrateurs internes, qui exercent une fonction (cadre supérieur) au sein de l'entreprise, vont être, a priori, plus à même d'évaluer la pertinence des projets à ce niveau. Ils peuvent même, travaillant en étroite collaboration avec le dirigeant, l'aider dans l'élaboration des projets. Les administrateurs externes, surtout s'ils ne disposent pas d'une longue expérience au sein du conseil, se révéleront peu aptes à évaluer la qualité des projets à ce niveau du processus. Une fois le projet mis en œuvre, le conseil va exercer son contrôle à travers une surveillance de la qualité du projet. Il va cette fois disposer de mesures et va confronter la réalité aux prévisions ayant été établies lors de la ratification. Les administrateurs externes vont être particulièrement attentifs lors de cette seconde phase du contrôle. Ne disposant pas de la richesse d'information nécessaire à l'évaluation lors de l'étape précédente, ils vont reporter leur contrôle sur la surveillance des projets mis en œuvre en fondant leur appréciation sur les mesures ex-post de résultats. Les administrateurs internes, plus impliqués lors des phases initiales du processus de décision, vont être moins enclins à apprécier la qualité des projets uniquement à partir des résultats obtenus : ils vont tempérer leur appréciation par la perception ex-ante des projets qu'ils possédaient et seront plus sensibles aux contingences mises en avant par le dirigeant en cas de réalisations inférieures aux prévisions.

Suivant ce raisonnement, il est possible de distinguer deux types de contrôle auxquels les administrateurs seront plus ou moins susceptibles d'avoir recours suivant leur qualité (interne vs. externe) (Baysinger et Hoskisson, 1990). Les administrateurs internes favoriseront un contrôle de « type stratégique », tandis que les administrateurs externes adopteront plutôt un contrôle de « type financier ». Le contrôle financier met l'accent sur des objectifs financiers, il se fonde pour une grande partie sur des mesures ex-post de résultats, tel le résultat comptable ou boursier de l'entreprise. Il est donc plutôt orienté sur le court terme. Les contrôles de type stratégique intègrent des éléments plus nombreux (Baysinger et Hoskisson, 1990 ; Godard 1996). Il est difficile de décrire précisément quels critères seront utilisés par les administrateurs pratiquant ce type de contrôle. Les contrôles de type stratégique se révèlent plus subjectifs. Ils incorporent des objectifs et des mesures non financiers de la performance (part de marché, qualité relative du produit, nouveaux produits...). En replaçant les projets émis et mis en œuvre par le dirigeant dans la stratégie globale de la firme, ces administrateurs

devraient être moins sensibles à des indicateurs de court terme (Godard, 1996, p. 103). Suivant sa composition, i.e la proportion d'administrateurs internes (salariés de l'entreprise, anciens salariés, anciens dirigeants, partenaires industriels...), le conseil favorisera un type de contrôle plutôt financier ou plutôt stratégique.

Les résultats des études mentionnant une plus grande sensibilité du turnover des dirigeants à la performance de l'entreprise lorsque le conseil contient une part importante d'administrateurs externes (Weisbach 1988, Jagannathan 1996), observeraient donc la prééminence des contrôles de type financier dans ces entreprises<sup>1</sup>.

Nous retiendrons de ce développement que le conseil d'administration exerce un contrôle à travers la menace de révocation qu'il fait peser sur le dirigeant. Cette menace lui laisse cependant une certaine marge de manœuvre, puisque le conseil ne semble réagir qu'en cas de performance notablement inférieure à celle du marché ou des entreprises concurrentes. La qualité des administrateurs influe sur le type de contrôle que va favoriser le conseil. La distinction entre administrateurs internes et externes se fait souvent en référence à leur qualité de salarié ou d'anciens salariés dans l'entreprise. Ce n'est pas la qualité des administrateurs en soi (salarié, fournisseurs, partenaire, dirigeant d'une autre entreprise) qui nous intéresse, mais plutôt le mode de contrôle qu'ils sont susceptibles d'adopter, même si l'un et l'autre ne sont pas indépendants. Les administrateurs qui ont recours à un contrôle de type financier sont considérés comme relativement indépendants vis-à-vis du dirigeant. Ils fondent leur jugement sur des indicateurs financiers, « objectifs ». Ce faisant, ils devraient avoir des jugements relativement homogènes vis-à-vis du dirigeant. C'est peut être ce qui explique que les conseils dominés par des administrateurs exerçant ce type de contrôle semblent plus actifs dans la révocation des dirigeants. Les administrateurs procédant à un contrôle stratégique vont prendre en compte la cohérence de la stratégie développée en même temps que les indicateurs financiers. Etant en relation plus étroite avec le dirigeant et potentiellement plus dépendant de

---

<sup>1</sup> Les études relevant un lien entre performance et rotation du dirigeant retiennent généralement un indicateur de performance sur la ou les deux années précédant le remplacement du dirigeant. Cette durée peut apparaître comme relativement courte. Citons Coughlan et Schmidt (1985) (performance deux ans avant), Jagannathan (1996) (performance moyenne et variation de la performance moyenne sur les deux années précédant celle de la révocation).

ce dernier compte-tenu de leur qualité (salarié, partenaire industriel), ils sont moins enclins à le sanctionner en se fondant uniquement sur des performances financières inférieures aux prévisions. Par ailleurs, les instruments de leur jugement étant plus subjectifs (comment apprécie-t-on la cohérence d'une stratégie ?) et personnels, il est possible qu'un consensus ait plus de difficultés à émerger dans les conseils dominés par des administrateurs ayant recours à un (des) contrôle(s) stratégique(s) (Wiseman et Gomez-Mejia, 1998, p. 144). Ceci peut expliquer que les conseils favorisant des contrôles stratégiques réagissent moins par une révocation du dirigeant lorsque la performance de l'entreprise est faible.

La présentation de ces modes de contrôle laisse, a priori, penser qu'un dirigeant soumis à un contrôle financier pourra mettre en œuvre n'importe quelle stratégie à partir du moment où celle-ci ne heurte pas l'intérêt des actionnaires. Le recours à des contrôles stratégiques ne favorisant pas l'émergence d'un consensus (Wiseman et Gomez-Mejia, 1998), il pourrait s'avérer moins efficace à sanctionner le dirigeant en cas d'opération ayant un impact négatif sur la valeur pour les actionnaires. Le manque de consensus au sein des conseils peut réduire la menace de révocation qui plane sur le dirigeant et lui permettre de s'enraciner plus facilement<sup>1</sup>. Néanmoins, les dirigeants soumis à un contrôle plus stratégique favoriseraient plutôt les acquisitions et diversifications liées, la diversification non liée étant difficilement justifiable d'un point de vue stratégique si cela ne correspond pas à la stratégie initiale de l'entreprise<sup>2</sup>.

Ces déductions rapides doivent être reconsidérées par la prise en compte du risque qu'induit le type de contrôle sur le dirigeant. En privilégiant des indicateurs de court terme, le contrôle financier expose le dirigeant à un risque de révocation plus important. Ce dernier va réagir en tentant de réduire son risque de révocation, ce qui passe (cf. chapitre 7) par une

---

<sup>1</sup> Paquerot (1996) reprend un argument similaire, sous le mot d'ordre « diviser pour mieux régner », en l'appliquant à l'ensemble des partenaires de l'entreprise et non uniquement aux membres du conseil (Paquerot, 1996, p. 160-161).

<sup>2</sup> Les conditions de réussite d'une stratégie de diversification non liée que dressent Dundas et Richardson (1982, op. cit.) sont drastiques. Une firme qui ne posséderait pas initialement un système de contrôle interne supportant cette stratégie aurait du mal à justifier une acquisition non liée. Par ailleurs, il ressort de l'analyse de notre première partie que la diversification non liée offre, a priori, peu de bénéfices économiques depuis le milieu des années 80.

diversification afin de lisser les résultats financiers (Amihud et Lev, 1981), ou par une diversification de (ré)enracinement si son niveau de performance actuel n'est pas supérieur ou égal à celui des équipes concurrentes (Shleifer et Vishny, 1989). Le transfert de risque qu'opère le type de contrôle sur le dirigeant est d'autant plus sensible que sa place n'est pas seule en cause : son mode de rémunération dépend aussi du type de contrôle du conseil. Nous étudions ce point dans les lignes qui suivent. Si un contrôle de type financier garantit a priori aux actionnaires un contrôle plus étroit du dirigeant et limite ses possibilités d'opportunisme, cela ne conduit pas pour autant à réduire la propension du dirigeant à entreprendre une diversification.

### **1.2.3 Les moyens d'incitation à disposition du conseil d'administration : la politique de rémunération**

Les administrateurs disposent, en définissant le mode de rémunération du dirigeant, d'un moyen pouvant l'inciter à œuvrer dans l'intérêt des actionnaires. Les formes et composantes de la rémunération des dirigeants sont variées : salaires, bonus, stock-options, actions, plans de retraite, avantages en nature (explicites). Il est possible de distinguer ces composantes suivant qu'elles sont variables ou fixes, la partie variable peut être affinée en distinguant celle qui est indexée directement sur la performance pour les actionnaires ; la distinction peut aussi concerner l'horizon de la rémunération : composante liquide (à court terme) et composante différée (rémunération à moyen et long terme).

Nous retiendrons pour notre part une distinction entre la partie des rémunérations qui est indexée sur la performance de l'entreprise pour les actionnaires et la partie restante. La première composante intègre une partie du bonus, les stock-options, le revenu des actions ; la seconde regroupe le salaire (fixe sur le court terme), les bonus liés à des objectifs autres que la valeur pour les actionnaires (croissance, part de marché), les avantages en nature, les plans de retraite, voire les éventuelles compensations en cas de révocation. Notons que cette distinction recouvre en partie celle qui peut être faite entre flux de rémunérations plus ou moins fixes et prévisibles (mise à part une partie des bonus), tandis que l'autre, indexée, représente une suite de flux incertains, risqués.

« Intuitivement », un moyen de faire converger les intérêts des dirigeants vers celui des actionnaires est d'intéresser le dirigeant à la performance de l'entreprise. La partie variable de la rémunération du dirigeant devrait être indexée sur les résultats qu'il obtient. Les actionnaires étant principalement intéressés par la valeur boursière de l'entreprise, la rémunération devrait être au moins partiellement indexée sur un indicateur de la performance de marché. Mais cette « intuition » initiale mérite d'être approfondie en prenant en compte le risque que supporte alors le dirigeant (Aggarwal et Samwick, 1999).

Selon une approche classique<sup>1</sup>, les administrateurs qui recourent à un contrôle de type financier fondent essentiellement leur évaluation du dirigeant sur des indicateurs financiers, ils sont enclins à indexer la partie variable de la rémunération du dirigeant sur ces mêmes indicateurs. La rémunération du dirigeant se trouve, à l'instar de ce que postulent Amihud et Lev (1981) dans leur modèle, dépendante des résultats (comptables, boursiers) de l'entreprise. Le risque d'une mauvaise appréciation des efforts et responsabilités du dirigeant est alors élevé<sup>2</sup>. Le dirigeant va supporter un risque important de chute (ou plus généralement de variation) de sa rémunération. Il est donc d'autant plus tenté de réduire son risque d'emploi (qui inclut son risque de révocation), et est incité à entreprendre une diversification.

Nous nous trouvons alors face à un apparent paradoxe. Certes, toute diversification (plutôt non liée dans le cadre de l'hypothèse d'Amihud et Lev, cf. chapitre 7, section 2), n'est pas forcément destructrice de valeur. Mais à supposer qu'elle le soit, le dirigeant se trouve incité à réduire son risque d'emploi par diversification tout en augmentant potentiellement son risque de révocation si cette diversification a un impact négatif sur les résultats, puisque le contrôle financier se fonde essentiellement sur des indicateurs financiers. L'incitation mise en place par le conseil semble entrer en conflit avec le type de contrôle qu'il favorise. Cet

---

<sup>1</sup> L'approche est classique dans le sens où elle postule une aversion au risque du dirigeant d'autant plus importante qu'il est soumis au risque (c'est le cas dans l'hypothèse d'Amihud et Lev, 1981). Nous avons déjà discuté de ce point dans le chapitre 7 (section 2), et mentionné que les systèmes d'incitation fondés sur la rémunération du dirigeant peuvent aussi être vus comme incitant le dirigeant à prendre des risques et à gérer dans l'intérêt des actionnaires (Jensen et Murphy, 1990). Nous reconsidérons par la suite cette approche classique avec une approche comportementale (Wiseman et Gomez-Mejia, 1998).

<sup>2</sup> A priori le dirigeant préférera que les administrateurs prennent en compte des indicateurs comptables qu'il contrôle mieux que les indicateurs boursiers (Wiseman et Gomez-Mejia, 1998).

apparent paradoxe trouve une issue possible selon Diamond et Verrechia (1982). Ces derniers, repris par Amihud, Dodd et Weinstein (1986) dans un test empirique, avancent un raisonnement s'appliquant à l'observabilité des actes du dirigeant par les actionnaires, mais nous pouvons facilement le transposer aux administrateurs, représentants de ces actionnaires. Lorsque les administrateurs n'observent que très imparfaitement les actes du dirigeant, ce qui est le cas de ceux qui utilisent un contrôle financier puisqu'ils n'observent que les résultats, ils pourraient tolérer une diversification dans la mesure où la perte engendrée serait compensée par la diminution de la rémunération exigée par le dirigeant. Les administrateurs ayant recours à un contrôle financier seraient donc enclins à tolérer une diversification à partir du moment où son impact sur la valeur de l'entreprise (pour les actionnaires) n'est pas trop important. Nous verrons (section 2) qu'ils la toléreront d'autant mieux que les intérêts qu'ils représentent sont fortement impliqués dans le capital et susceptibles d'être imparfaitement diversifiés.

Lorsqu'un contrôle de type stratégique prime dans l'entreprise, le risque d'emploi du dirigeant est moindre<sup>1</sup>. Le dirigeant n'est pas évalué uniquement sur les résultats de l'entreprise, mais sur son comportement, les moyens mis en œuvre. Nous avons vu que sa révocation est alors moins systématique en cas de faible performance (Weisbach 1988, Jagannathan 1996). Par ailleurs, la part variable de sa rémunération ne sera pas indexée uniquement sur des indicateurs financiers volatiles, où la fraction indexée sur ces indicateurs sera vraisemblablement plus faible. La propension du dirigeant à diversifier son entreprise dans un but de réduction de son risque d'emploi devrait être faible. Les administrateurs s'attachant alors à la cohérence de la stratégie mise en œuvre, il est probable que le dirigeant disposera d'une moins grande latitude dans l'étendue de la diversification envisageable. Un conseil favorisant un contrôle de type stratégique contraindra certainement plus le dirigeant dans sa stratégie de diversification. Pour autant, ce conseil étant en relation plus étroite avec le

---

<sup>1</sup> Nous avons mis en avant le manque de consensus, au sein des conseils favorisant un contrôle de type stratégique, comme susceptible d'être instrumentalisé par le dirigeant et permettant son enracinement. Notons que Wiseman et Gomez-Mejia (1998) prennent l'exact contrepied de cette interprétation. Selon eux, le manque de consensus fait naître des ambiguïtés qui peuvent mener à des décisions arbitraires du conseil, sans fondement, et augmenter le risque supporté par le dirigeant (risque de perte de sa richesse estimée, voire risque de révocation). Force est de constater que malgré une approche comportementale de la prise de risque par le dirigeant, leur analyse maintient le dirigeant dans un rôle passif (ou plutôt très déterminé par sa perception) où les comportements opportunistes ne sont pas intégrés.

dirigeant et parfois dépendant du dirigeant (cas des cadres subalternes, des employés, voire d'un partenaire industriel ou commercial), il ne sera pas le meilleur garant contre un comportement opportuniste du dirigeant vis-à-vis des actionnaires qui prendrait la forme d'une diversification liée ou d'un surinvestissement dans certains domaines d'activités.

Le type de contrôle que développe le conseil implique donc un plus ou moins grand transfert de risque sur le dirigeant (Baysinger et Hoskisson, 1990). C'est naturellement la propension à diversifier son entreprise selon le point de vue de l'agence (Amihud et Lev, 1981) qui est principalement concernée. Nous restons à ce niveau dans le cadre classique de l'agence et d'une aversion au risque du dirigeant croissante avec le risque auquel il est soumis<sup>1</sup>. Or, nous avons argué dans le chapitre précédent (section 2), que l'aversion au risque du dirigeant que posent Amihud et Lev (1981) dans la construction de leur hypothèse n'est pas systématique. Suivant une approche plus comportementale (Wiseman et Gomez-Mejia, 1998), l'attitude du dirigeant face au risque va varier suivant l'impact estimé qu'entraînent ses décisions, sur sa richesse. La prise en compte de l'attitude du dirigeant face au risque dans une approche plus comportementale oblige à reconsidérer l'analyse que nous avons menée dans les lignes précédentes.

En premier lieu, le dirigeant n'est pas systématiquement averse au risque. Dans une « situation de perte » (« loss context »), c'est-à-dire lorsque l'entreprise possède de faibles perspectives de développement profitables et que le dirigeant n'anticipe pas de gains personnels par rapport à son niveau d'aspiration (en fait il sent planer la menace d'une révocation), le dirigeant ne sera pas averse au risque (ou plutôt aux pertes) et sera prêt à entreprendre des investissements risqués. A l'inverse, il aura tendance à réduire le risque des investissements s'il est dans une situation de gain : lorsqu'il anticipe des gains personnels supérieurs à son niveau d'aspiration présent, il tente de les sécuriser en évitant tout risque de pertes. Si nous suivons ce point de vue, dans les firmes faiblement performantes, le transfert

---

<sup>1</sup> Certains résultats d'études empiriques semblent indiquer que la situation classique sur laquelle nous avons fondé notre développement prévaut. Ainsi Aggarwal et Samwick (1999) observent que le lien positif entre rémunération et performance est valable pour les entreprises peu risquées, mais que ce lien disparaît au fur à mesure que le risque de l'entreprise augmente. Ceci suggère que seules les entreprises où le problème de transfert de risque sur le dirigeant ne conduit pas à une aversion trop grande pratiquent une indexation des rémunérations, tandis que les autres privilégient une rémunération plus fixe.

de risque qu'opère a priori un contrôle de type financier sur le dirigeant n'aura pas d'impact négatif sur le comportement du dirigeant vis-à-vis du niveau de risque des investissements entrepris. C'est seulement dans le cadre d'entreprises performantes, où le dirigeant escompte des gains à venir que se pose le problème. Pour que n'interfère pas un phénomène d'aversion au risque du dirigeant, la rémunération devrait être indexée sur des mesures de performance lorsque l'entreprise est faiblement performante. Autrement dit, l'impact du type de contrôle sur la propension du dirigeant à entreprendre une diversification importe surtout dans les entreprises performantes.

L'analyse de Wiseman et Gomez-Mejia (1998) approfondit cette première proposition au regard de l'impact de la politique de rémunération sur l'aversion au risque du dirigeant. Les auteurs précisent d'abord la notion de richesse du dirigeant par rapport à laquelle il va craindre, suivant les situations, une perte. Cette richesse correspond au flux de revenus dont il anticipe une certaine stabilité dans le temps et qui vont dicter son niveau de vie courant : investissement dans un (ou plusieurs) logements, véhicule... c'est-à-dire les dépenses de consommation courante. A côté de ces dépenses courantes, il pourra, suivant ses bonus, ou tout autre rémunération non sûre (prime exceptionnelle) qu'il ne juge pas a priori acquises ou actualisables, laisser libre court à ses désirs (non récurrents) de consommation. Les auteurs, se fondant sur une littérature comportementale, avancent que le dirigeant sera averse aux pertes pour ce qui est de ses revenus jugés récurrents ou acquis. Il ne craindra pas les pertes pour les revenus qu'il ne considère pas a priori comme sûrs. En d'autres termes, les agents attachent une plus grande importance à éviter des pertes sur la richesse perçue, qu'à rechercher des rémunérations additionnelles, ils désirent « éviter les pertes plutôt que de maximiser la richesse ». Dans cette perspective, le dirigeant subira une perte si son revenu de base (intégré dans son plan de consommation courante) est menacé ou qu'il anticipe des ajustements. Plus ce revenu sera menacé, plus le dirigeant supportera un risque (perçu) important (« risk bearing »). C'est ce risque perçu, la menace qui pèse sur son revenu « fixe », qui va guider ses choix stratégiques (investissements risqués ou non). En ajoutant une partie variable à la rémunération de base du dirigeant, le conseil ne fait pas supporter un risque supplémentaire au dirigeant, ce dernier peut être incité (si son salaire de base est « immunisé ») à investir dans des activités risquées afin de gagner la partie contingente de sa rémunération (Wiseman et

Gomez-Mejia, 1998, proposition 4a, p. 141). La mise en place d'une rémunération incitative (stock options) à un prix d'exercice supérieur au cours présent des actions n'aura pas d'impact sur le risque supporté par le dirigeant. Par contre, dès lors que l'option peut être exercée, et a fortiori si le cours des actions dépasse le prix d'exercice, les auteurs, suivant un « principe de don instantané »<sup>1</sup> (« instant endowment »), pensent que le dirigeant intègre la plus value potentielle dans sa richesse et risque de mettre en place une stratégie visant à garantir une valeur minimale à cette option plutôt qu'à rechercher sa maximisation<sup>2</sup>. La possession d'actions par le dirigeant devrait, selon ce principe, fortement l'inciter à réduire le risque de chute des cours de l'entreprise. Ainsi, même les formes de rémunérations différées, indexées sur la valeur actionnariale ne garantissent pas que le dirigeant verra ses intérêts se rapprocher de celui des actionnaires.

En résumé, nous retiendrons trois points concernant le contrôle du dirigeant par le conseil d'administration :

- suivant la nature des administrateurs, le contrôle se fera sur la base de critères plus ou moins objectifs. Les administrateurs favorisant un contrôle financier, objectif, mais fondé uniquement sur les résultats de l'entreprise, devraient éviter que le dirigeant n'entreprene des actions (acquisitions, enracinement) destructrices de valeur actionnariale. Les administrateurs adoptant des contrôles de type stratégique devraient être moins efficaces dans ce rôle (manque de consensus).
- suivant la conception classique de l'aversion au risque du dirigeant, le type de contrôle dominant au sein du conseil influence le type de stratégie suivi par le dirigeant. En impliquant un risque d'emploi plus important pour le dirigeant, les contrôles financiers devraient accroître sa propension à diversifier son entreprise. Les contrôles de type stratégique, permettant un meilleur partage du risque, devraient limiter la propension du

---

<sup>1</sup> Ce principe de « don instantané » stipule que le décideur inclut immédiatement dans sa richesse personnelle l'argent qu'il vient de recevoir.

<sup>2</sup> Un des moyens d'éviter les effets néfastes en terme d'aversion du dirigeant au risque est de mettre en place des contrats incitatifs pluriannuels. Lorsqu'un contrat peut être exercé par le dirigeant, un autre, nécessitant un nouvel effort du dirigeant (hausse du prix d'exercice dans le cas d'un plan de stock option) vient lui succéder.

dirigeant à entreprendre une diversification. La diversification non liée en particulier devrait être plus difficile à mettre en œuvre pour le dirigeant.

- une appréhension plus comportementale de la prise de risque par le dirigeant ne remet pas fondamentalement en cause cette analyse, elle la complète. Elle stipule que le type de contrôle n'exercera une influence sensible que lorsque l'entreprise possède des opportunités d'investissement rentables. Elle permet en outre d'avancer que la politique incitative qui passe généralement par une participation du dirigeant au capital ne rapprochera pas forcément les intérêts des dirigeants et des actionnaires. La part détenue par le dirigeant dans le capital de l'entreprise devrait rendre ce dernier plus averse au risque. Mais cette dernière conclusion ne tient pas compte du possible lien entre part détenue par le dirigeant et enracinement que nous étudierons en section 2.

Nous synthétisons les différents enseignements tirés de notre analyse des mécanismes en mettant en évidence leurs interactions dans le paragraphe suivant.

### **1.3 Interdépendance des moyens de contrôle et d'incitation**

Les mécanismes ont été décrits de façon relativement indépendante les uns des autres. Ils sont en réalité interdépendants et jouent leur rôle de façon complémentaire ou substituable (§ 1.3.1). Ils trouvent un reflet, et doivent être envisagés au regard de la structure de propriété de l'entreprise (§1.3.2).

#### **1.3.1 Interdépendance, complémentarité et substituabilité des mécanismes**

Les mécanismes gouvernant le comportement des dirigeants peuvent, d'un point de vue théorique, être classés suivant un ordre d'entrée en fonction. Si le conseil échoue à obtenir du dirigeant un comportement qui maximise l'intérêt des actionnaires, un autre mécanisme interne, par exemple l'arrivée d'un actionnaire actif (qui entre ou non au conseil), doit prendre le relais. Si les performances de l'entreprise ne se révèlent toujours pas satisfaisantes, soit une prise de contrôle peut intervenir (marché financier) soit l'entreprise est purement exclue du marché (dissolution). Cette présentation fait apparaître les différents mécanismes comme

substituables. Mais cette hiérarchie, confrontée à la complexité du fonctionnement des entreprises, est artificielle. D'une part le fonctionnement de chaque mécanisme n'est pas aussi simple et systématique qu'il y paraît au premier abord : le marché financier, s'il est un marché du contrôle des entreprises, n'intervient pas forcément pour corriger une inefficience du dirigeant vis-à-vis des actionnaires, il peut être vu comme un marché d'accaparement de rentes (Castanias et Helfat 1992). Par ailleurs, Shleifer et Vishny (1989) montrent que le marché du contrôle (acquisition) est un moyen possible pour le dirigeant de s'enraciner si les mécanismes de contrôle spécifiques sont peu actifs. Enfin, les mécanismes de contrôle spécifiques sont partiellement neutralisables par le dirigeant : mettant en prise directe le dirigeant avec une autre partie (administrateur, actionnaire, salarié), ils peuvent donner lieu à des relations de dépendance déséquilibrées (pouvoir) dont tire profit une des parties.

Ces différents mécanismes sont donc interdépendants. Il est vraisemblable que l'environnement sociétal, que nous avons caractérisé par l'irruption du débat sur le gouvernement de l'entreprise et la défiance vis-à-vis des politiques de diversification à la fin des années 80, influence non seulement le schéma cognitif des dirigeants, mais aussi, et cela est lié, le jugement des administrateurs sur la stratégie mise en œuvre. Au-delà d'une interdépendance, les différents mécanismes peuvent être complémentaires ou substituables.

Agrawal et Knoeber (1996) testent empiriquement cette idée. Tous les mécanismes gouvernant la relation entre actionnaires et dirigeants devraient être interdépendants. Ils distinguent les mécanismes de contrôle « internes » (part du capital détenue par les administrateurs et dirigeants, composition du conseil...) dont le « mix » est décidé au sein de la firme, des mécanismes « externes » (activité sur le marché du contrôle, participation d'actionnaires non représenté au conseil...) dont l'importance est indépendante de l'entreprise<sup>1</sup>. Ils avancent dans la construction de leur modèle, que les mécanismes spécifiques à chaque firme étant interdépendants (complémentaires ou substituables) et mis en place (en interne) au sein de celle-ci dans un « mix » optimal, il est non pertinent de chercher l'impact

---

<sup>1</sup> En distinguant les mécanismes propres à la firme considérée et les mécanismes « externes » qui s'appliquent à toutes les entreprises, Agrawal et Knoeber (1996) ne sont pas loin de la distinction que nous avons opérée entre mécanismes spécifiques et non spécifiques.

d'un de ces mécanismes pris isolément sur la performance de l'entreprise. En les considérant simultanément, ces mécanismes ne devraient pas exercer d'impact sur la performance de l'entreprise. Les mécanismes non spécifiques à l'entreprise, parce qu'ils ne sont pas établis au sein de l'entreprise, pourraient exercer un impact sur la performance (ils sont considérés comme exogènes). Leurs résultats, obtenus à partir de modèles d'équations simultanées, confirment leur analyse : tous les mécanismes tant internes qu'externes sont interdépendants. En comparant les résultats obtenus en régressant chaque mécanisme sur la performance, l'impact de tous les mécanismes considérés séparément sur la performance (régression par les moindres carrés ordinaires), puis l'impact de tous les mécanismes considérés simultanément (modèle d'équations simultanées), leurs prédictions sont partiellement validées. L'impact des mécanismes spécifiques sur la performance disparaît lorsqu'ils sont considérés simultanément. Seule la proportion d'administrateurs externe exerce (de façon surprenante) encore un effet négatif significatif.

Suivant Agrawal et Knoeber (1996), nous pensons que le contrôle qui s'exerce sur le dirigeant dépend de l'interaction des mécanismes entre eux, mais qu'il est difficile de spécifier *a priori* leur caractère complémentaire ou substituable. Les interactions sont nombreuses et la question des liens qu'ils entretiennent est, avant tout, une question empirique qui doit venir enrichir, lors de l'interprétation, les relations théoriques imaginables entre les mécanismes. Ainsi, les mécanismes peuvent être *a priori* aussi complémentaires que substituables. Tous sont des mécanismes alternatifs qui exercent par dissuasion ou incitation un contrôle sur le dirigeant. Une forte concentration du capital dans les mains des administrateurs peut être vue comme nécessitant un moindre contrôle par le marché financier. Marché du contrôle et incitation des membres du conseil semblent alors plutôt substituables. Mais l'initiateur d'une prise de contrôle doit acquérir une large part du capital s'il veut démettre l'équipe en place. Dans cet objectif, la concentration du capital entre les mains d'administrateurs peut l'aider, elle réduit en particulier le problème de passager clandestin soulevé par Grossman et Hart (1980). Marché du contrôle et concentration de l'actionnariat au sein du conseil apparaissent alors comme des mécanismes complémentaires.

La démarche adoptée par Agrawal et Knoeber (1996) se révèle intéressante à plusieurs égards. Elle intègre la structure de propriété comme élément important des mécanismes de

contrôle du dirigeant. Dans notre présentation des mécanismes spécifiques de contrôle, nous avons insisté sur le rôle du conseil et sur l'influence de sa composition. Une question vient alors immédiatement à l'esprit : qu'est ce qui incite les administrateurs à contrôler les dirigeants, qui « contrôle les contrôleurs »? La réponse des théories contractuelles vient naturellement : leur intérêt personnel. Or l'engagement financier personnel des administrateurs (et des actionnaires) ou l'engagement financier des organismes qu'ils représentent est un élément important de motivation de ces acteurs. L'étude de la structure de propriété doit venir compléter notre analyse. Ensuite, leurs travaux montrent qu'il existe une interdépendance entre les mécanismes de contrôle qui, non prise en compte, conduit à des résultats biaisés. Bien que nous ne prétendions pas traiter (empiriquement) toutes les interdépendances qu'ils mettent à jour, notre étude de la propension du dirigeant à diversifier l'entreprise, de son effet sur la richesse des actionnaires et des modes de contrôles doit intégrer certaines de ces interdépendances.

### **1.3.2 Interdépendance des mécanismes et structure de propriété de l'entreprise**

Nous avons vu que la question de l'interdépendance des mécanismes de contrôle renvoie à un test empirique (qui se révèle lourd en terme de données, cf. Agrawal et Knoeber, 1996). Celle-ci ne sera pas explicitement prise en compte d'un point de vue empirique, même si nous reconnaissons cette interdépendance. Mais la question d'une interdépendance sera reprise et transposée à un autre niveau, intéressant plus directement notre objet de recherche. Nous nous demanderons s'il existe une interdépendance entre l'intérêt du dirigeant à entreprendre une diversification (qui dépend des mécanismes de contrôle), la stratégie suivie et le coût pour les actionnaires. Il nous faut auparavant compléter notre appréhension des mécanismes de contrôle et d'incitation du dirigeant vis-à-vis de la diversification par l'étude de la structure de propriété.

La séparation des fonctions de propriété et de direction est à l'origine de la théorie de l'agence (Berle et Means, 1932). Les mécanismes de contrôle sont en conséquence, dans un cadre contractuel, indissociables de la structure de propriété de l'entreprise. La structure de propriété de l'entreprise désigne à la fois la façon dont le capital est réparti entre les

actionnaires (sa concentration) et qui le possède (actionnaire, administrateur, dirigeant). L'importance du capital que détient un agent conditionne son incitation à contrôler le dirigeant. La nature de l'agent propriétaire renvoie aux différents mécanismes de contrôle en action. Un investisseur institutionnel s'appuie principalement sur les mécanismes de marché et contribue à les faire fonctionner. Un actionnaire administrateur exerce un contrôle plus spécifique sur le dirigeant. Ensemble, la part détenue et la nature de l'actionnaire déterminent la relation qu'il entretient avec le dirigeant, c'est-à-dire le type de mécanisme de contrôle à l'œuvre, le niveau de dépendance réciproque, donc les possibilités d'opportunisme. La part du capital que détient le dirigeant est particulièrement importante dans la mesure où elle va influencer, en tant que mécanisme spécifique d'incitation, la propension du dirigeant à diversifier son entreprise. La prochaine section nous permettra d'analyser les mécanismes de contrôle en rapport avec la structure de propriété.

## **SECTION 2 : Une appréhension de l'effectivité des mécanismes à travers la structure de propriété du capital**

Une des composantes de la structure de propriété de l'entreprise s'avère particulièrement importante dans l'étude d'un éventuel opportunisme managérial : la participation du dirigeant ou de l'équipe dirigeante. Celle-ci reflète l'incitation pécuniaire du dirigeant à gérer dans l'intérêt des actionnaires. Elle détermine aussi en partie la force des contrôles par le conseil qui s'exerce sur le dirigeant. Nous l'étudions dans un premier temps (§ 2.1), avant de voir quel est l'impact prévisible des autres composantes de la structure de propriété sur le contrôle du dirigeant et la stratégie qu'il est susceptible de mettre en œuvre (§2.2).

### **2.1 Participation du dirigeant au capital et diversification**

La participation au capital de l'équipe dirigeante agit comme un facteur qui devrait l'inciter, dans une perspective d'agence classique, à gérer dans l'intérêt des actionnaires.

Néanmoins ce point de vue n'est pas le seul envisageable. Il est possible que cette participation, en sécurisant son poste, l'incite à gérer selon ses propres objectifs qui ne recourent pas forcément celui des actionnaires, simples apporteurs de capital financier. Nous étudions dans un premier temps, à travers une revue de la littérature, les différentes thèses en présence et les résultats obtenus sur la relation entre participation managériale et performance. Tout en soulignant les limites des études passées en revue pour notre objet, nous pourrions en tirer quelques enseignements pour notre propre étude (§ 2.1.1). Nous verrons ensuite quelles en sont les conséquences sur la propension du dirigeant à diversifier son entreprise (§ 2.1.2).

### **2.1.1 L'impact de la participation managériale sur la valeur pour les actionnaires**

Plusieurs thèses existent quant à l'impact d'une participation managériale sur la valeur de l'entreprise. La première thèse (dite de la convergence des intérêts) qui remonte aux travaux initiaux de la théorie de l'agence (Berle et Means, 1932 ; Jensen et Meckling, 1976), stipule qu'un lien positif devrait exister entre la part détenue par le dirigeant et la valeur. Le dirigeant supportant une part de plus en plus élevée des gains ou pertes découlant de ses décisions lorsqu'il possède une part plus importante du capital, il gère dans l'intérêt de l'actionnaire, les coûts d'agence diminuent et la valeur de l'entreprise augmente. Cette vision simpliste est mise en cause par Demsetz (1983) selon lequel aucun lien ne devrait exister entre participation managériale et performance (thèse de la neutralité). Son argumentation est en grande partie semblable à celle de Agrawal et Knoeber (1996). La structure du capital est alors vue comme résultant d'un processus endogène propre à chaque firme, dépendant de son environnement, conduisant chaque entreprise à sa structure optimale. Enfin, Morck, Schleifer et Vishny (1988) avancent la thèse de l'enracinement selon laquelle une participation non négligeable des dirigeants au capital leur permettrait de sécuriser leur poste, d'échapper aux mécanismes de contrôle, et de gérer dans leur propre intérêt. Selon cette dernière thèse, la relation entre participation au capital du dirigeant et performance existe, mais elle n'est pas forcément croissante ni monotone.

Les résultats d'études empiriques sont nombreux mais contradictoires. Demsetz et Lehn (1985) intègrent les déterminants de la concentration de l'actionnariat dans une

regression liant la performance (comptable) de l'entreprise à une variable de concentration de l'actionnariat. Ils n'observent alors aucun lien significatif. Certes, la concentration de l'actionnariat ne correspond pas à la part détenue par le ou les dirigeants. La concentration suivant les différents types de propriétaires (investisseurs, famille et investisseurs individuels, investisseurs institutionnel) est cependant soumise aux mêmes déterminants. Les auteurs en concluent que la structure de l'actionnariat s'adapte à des caractéristiques environnementales de telle sorte que la recherche d'une maximisation de la valeur soit garantie. Les résultats de Agrawal et Knoeber (1996), déjà discutés, font appel à la part détenue par les dirigeants et confirment les résultats de Demsetz et Lehn (1985). Des études avancent que des facteurs modérateurs interviennent dans la relation entre structure de l'actionnariat et performance. Même si elles ne cherchent pas à démontrer une neutralité de la structure de propriété, ces dernières portent en germe une confirmation de la thèse de Demsetz (1983) ou Agrawal et Knoeber (1996)<sup>1</sup>. Li et Simerly (1998) avancent ainsi que le dynamisme de l'environnement de l'entreprise affecte la relation entre propriété et performance. Leurs résultats confirment que la relation positive entre participation managériale et performance (ROE, ROA, ROI) est plus forte lorsque l'environnement est dynamique (volatile). Les auteurs n'intègrent pas les interdépendances entre mécanismes de contrôle, il n'est pas dans leur objectif de montrer une neutralité de la structure de propriété. Néanmoins, il est possible de voir dans le dynamisme de l'environnement un des facteurs exogènes qui guide l'importance relative de la participation managériale dans la structure de propriété de l'entreprise.

La thèse de l'enracinement n'affirme pas qu'il existe un lien négatif linéaire entre participation managériale et performance de l'entreprise. Elle argue que certains niveaux de participation managériale, en renforçant la sécurité du dirigeant dans son poste et en limitant l'effectivité des mécanismes de contrôle, conduisent ce dernier à faire valoir ses propres intérêts contre celui des actionnaires. Morck, Shleifer et Vishny (1988) observent que

---

<sup>1</sup> En fait les thèses de Agrawal et Knoeber (1996) et Demsetz (1983) sont très proches, donc comparables, mais pas tout à fait identiques. Agrawal et Knoeber (1996) font par exemple l'hypothèse que les actionnaires non représentés au conseil (les « outsiders ») choisissent librement, indépendamment, l'importance de leur participation : celle-ci constitue une variable exogène qui va dicter l'équilibre entre les autres variables endogènes. Chez Demsetz et Lehn (1985), ce sont (a priori) toutes les composantes de l'actionnariat qui forment un système en équilibre. Cette différence est mince.

jusqu'au seuil de 5%, la relation entre pourcentage du capital détenu par les membres du conseil et les dirigeants et performance (q de Tobin puis taux de profit) est positive, elle devient négative mais moins prononcée entre 5% et 25%, puis redevient (faiblement) positive au-delà<sup>1</sup>. Ces résultats sont robustes si seule la participation des dirigeants est prise en compte. Ils interprètent ces résultats par un enracinement du dirigeant entre 5% et 25% de détention du capital tandis qu'en deçà et au-delà, la thèse de la convergence d'intérêt domine. Ces résultats trouvent une confirmation dans l'étude de Cho (1998)<sup>2</sup>, qui observe une relation du même type. Les seuils, déterminés empiriquement de façon à maximiser la significativité des coefficients, se situent alors à 7% et 38%. Certaines études n'aboutissent pas à une relation de cette forme, bien qu'elles indiquent un enracinement possible. Hermalin et Weisbach (1987)<sup>3</sup>, à partir de régressions similaires, trouvent que la relation est positive entre 0,0% et 1%, négative entre 1% et 5%, positive entre 5% et 20%, puis négative après. McConnell et Servaes (1990) régressent le pourcentage détenu par les « insiders » (dirigeants et administrateurs) sur le q de Tobin de 1173 firmes américaines du NYSE (New York Stock Exchange) en 1976 et 1093 firmes du même marché en 1986. Ils observent une relation curvilinéaire avec un point d'inflexion autour de 40% : jusqu'à ce seuil, la relation est positive, au-delà, elle devient négative. Han et Suk (1998) obtiennent des résultats similaires sur la période 1988-1992 sur le marché américain (301 entreprises du NYSE). Kole (1995) suggère que les différences observées dans la forme de la relation entre Morck et al. (1988) et McConnell et Servaes (1990) proviennent de la différence dans la taille des firmes observées. La relation positive entre participation managériale et le q de Tobin se maintiendrait jusqu'à un niveau plus élevé pour les petites entreprises.

La forme de la relation reste donc un débat ouvert sur le marché américain. Les chercheurs qui ne désirent pas confirmer la thèse de la neutralité obtiennent des résultats qui varient. Il semble néanmoins qu'une relation positive jusqu'à un certain seuil (variable) soit une constante dans ces études. Au-delà, la relation perd en intensité, voire devient légèrement

---

<sup>1</sup> Echantillon de 371 firmes parmi les 500 plus grandes américaines en 1980.

<sup>2</sup> Echantillon de 326 firmes parmi les 500 plus grandes américaines en 1991.

<sup>3</sup> Echantillon de 134 firmes coté au NYSE en 1971, 1974, 1977, 1980, 1983.

négative. La diversité des résultats obtenus sur le marché américain se retrouve au niveau international. Short et Keasey (1999) testent une spécification généralisant la forme<sup>1</sup> de la relation décrite par Morck et al. (1988) sur 225 firmes du marché anglais sur la période 1989-1992. Ils confirment la forme générale de la relation postulée par Morck et al. (1988), mais observent que les seuils obtenus sont plus élevés que dans le cadre américain (respectivement 13%, 42% et 15,5%, 42,2% suivant la mesure de performance utilisée, cf note de bas de page). Gedajlovic et Shapiro (1998) mènent une analyse empirique comparative sur 5 pays différents (Etats-Unis, Grande-Bretagne, Allemagne, France et Canada). Ils choisissent une spécification imposant un seul point d'inflexion possible (à l'instar de McConnell et Servaes, 1990) et régressent la part détenue par le principal actionnaire, son carré (plus différentes variables de contrôle) sur le ROA (Return on Asset). Leurs résultats ne confirment pas ceux obtenus par McConnell et Servaes (1990) pour les Etats-Unis. Par ailleurs, il se dégage de nettes différences suivant les pays. Dans le cas de la France, il ne semble exister aucune relation entre la part du principal actionnaire et la performance. Les résultats des autres études menées dans le cadre français plaident aussi en faveur d'une neutralité de la participation des dirigeants et de l'ensemble des membres du conseil sur la valeur boursière de l'entreprise (Mourgues 1987, Charreaux 1991, Djelassi 1996)<sup>2</sup>. Les études de Charreaux (1991)<sup>3</sup> et de Djelassi (1996)<sup>4</sup> transposent les études réalisées par Demsetz et Lehn (1985) puis par Morck et al. (1988) dans le cadre français. Ils ajoutent aux régressions de diverses mesures de performance sur le type et la concentration de l'actionnariat, une analyse fondée sur la

---

<sup>1</sup> La forme de la relation spécifiée est :

$Performance = a + \beta_1 DIR + \beta_2 DIR^2 + \beta_3 DIR^3 + \gamma Contrôles$  où la performance est mesurée alternativement par le ratio de la valeur de marché des capitaux propres à leur valeur comptable puis par le ROE.

<sup>2</sup> Nous ne reprenons que les études qui adoptent une méthodologie (régressions) proche de celle que nous adopterons. D'autres études françaises, par exemple celle de Allouche et Amann (1997) qui oppose les entreprises familiales aux autres en terme de performance économique et « sociale », conduisent généralement à confirmer une neutralité de la structure de propriété, ou à une supériorité des firmes familiales en terme de performance économique. Pour un aperçu de ces autres études, cf. Caby et Hirigoyen (1997), annexe 6.

<sup>3</sup> Les tests sont réalisés sur un nombre d'entreprises françaises variant entre 89 et 95, suivant les mesures de performance. Les données concernent l'année 1979 ou des moyennes 1974-1979 (pour les mesures de risque et de performance).

<sup>4</sup> Tests réalisés sur 159 entreprises françaises cotées sur la période 1987-1992.

typologie sociétés familiales, sociétés contrôlées, sociétés managériales<sup>1</sup>. Les résultats de leurs nombreuses régressions ne font pas apparaître de relation entre la concentration de l'actionnariat (« entre les mains » des administrateurs ou des dirigeants, c'est-à-dire possédé ou représenté par eux) et les mesures de performance pour les actionnaires ou « globale » (économique) de l'entreprise. De même, les différents types d'organisations (familiales, managériales, contrôlées) n'affichent pas de différences de performance significatives pour les actionnaires. Il semble par contre que les firmes familiales dominent légèrement les autres formes d'organisation en terme de performance économique. Les deux études convergent sur ce point. A la différence de Charreaux (1991), Djelassi (1996) remarque que les firmes contrôlées semblent pâtir de leur domination vis-à-vis de la firme contrôlante si cette dernière détient plus de 20% du capital. On ne peut cependant parler dans ce cas d'enracinement puisque ce phénomène ne se retrouve pas pour les firmes familiales.

Au terme de ce panorama des études réalisées en France et à l'étranger, plusieurs points se dégagent :

- à l'international (principalement aux Etats-Unis, mais aussi en Grande-Bretagne), la forme de la relation entre pourcentage détenu par les dirigeants ou les membres du conseil et la performance est variable. A partir de systèmes d'équations simultanées, ou en considérant les déterminants de la structure de propriété, aucune relation n'apparaît. Si la structure de propriété n'est pas considérée comme s'établissant de façon endogène à chaque firme, une relation positive domine pour de faible participation managériale, mais celle-ci disparaît ou devient négative au-delà de ce seuil, par ailleurs variable.
- en France, la thèse de la neutralité semble dominer, quand bien même la structure de propriété n'est pas considérée (lors de l'élaboration des tests empiriques) comme répondant à un processus endogène. Il existe de faibles traces d'un impact positif de la concentration du capital entre les mains du dirigeant ou de membres affiliés et la

---

<sup>1</sup> Les sociétés managériales sont celles où les dirigeants ne détiennent pas de part significative du capital et ce dernier est diffus. Les sociétés familiales sont caractérisées par la présence d'une famille contrôlante qui nomme un de ses membres en tant que dirigeant. Les sociétés dites contrôlées sont contrôlées par une ou plusieurs autres sociétés qui y nomment un dirigeant. Leur capital est en général assez concentré.

performance économique de l'entreprise. Apparemment, la participation du dirigeant au capital n'est pas un levier d'enracinement du dirigeant.

Mais ces résultats appellent aussi quelques remarques. Toutes les études citées (sauf celle de Cho, 1998) font l'hypothèse implicite que la causalité de la relation va de la structure de propriété à la performance. La part détenue par les administrateurs ou par les dirigeants est considérée comme une variable reflétant l'incitation des administrateurs à contrôler efficacement le dirigeant ou l'incitation de ce dernier à gérer dans son propre intérêt. La performance est considérée comme une conséquence de ces incitations. Or, certains articles le soulignent<sup>1</sup>, la causalité peut être inversée. Il est possible que des « insiders » possèdent une part plus importante du capital parce que, ayant anticipé la bonne performance de leur entreprise, ils acquièrent plus d'actions que les « insiders » des entreprises moins performantes. Dans le cas du dirigeant, cela signifierait qu'une participation plus élevée dans une firme performante s'interpréterait comme une récompense plutôt que comme une incitation. Dans cette optique, le dirigeant acquerrait plus d'actions de son entreprise si elle est performante et qu'il anticipe un maintien de ce niveau de performance, afin de se « récompenser » pour ses bons résultats. Il est aussi possible que les salariés dirigeant des firmes ayant atteint un bon niveau de performance exercent plus que les autres leur plan de stock options... Certains résultats intermédiaires dans les études citées accréditent (mais faiblement) cette hypothèse de causalité inversée. Ainsi Morck et al. (1988, p. 302), dans l'optique de conforter leurs résultats, rééditent leur test en utilisant des mesures de performance sur des données antérieures à celles concernant la structure de propriété. Les résultats sont semblables quoi que plus significatifs. Cette significativité supérieure laisse suspecter l'existence d'une causalité allant de la performance à la structure de propriété.

Plus récemment des études se sont spécifiquement attachées au problème du sens de causalité<sup>2</sup>. Loderer et Martin (1997) étudient le lien entre pourcentage du capital détenu par

---

<sup>1</sup> C'est le cas de Charreaux (1991, cf note bp 1, p. 526), ou de Morck et al. (1988, cf. leur conclusion).

<sup>2</sup> Il semble, d'après les deux études sous-citées, que le premier à s'être concentré (empiriquement) sur ce problème du sens de causalité soit Kole (1994). Nous n'avons malheureusement pas pu nous procurer ce papier de recherche.

l'ensemble des membres du conseil et des organes de direction et la performance lors d'acquisition (rendements anormaux) ou la performance de l'entreprise (q de Tobin). Ils comparent les résultats obtenus lorsque la causalité est spécifiée a priori dans le sens traditionnel (la structure de propriété influence la performance), puis lorsque cette causalité n'est pas spécifiée a priori (modèle d'équations simultanées). Les résultats sont différents suivant la perspective retenue : dans le premier cas, un faible impact positif de la participation des organes de direction sur la performance est observé. Lorsque aucun sens de causalité n'est spécifié a priori, cet impact disparaît. Il apparaît alors que ce sont les mesures de performance qui influencent la part des organes de direction, non l'inverse. Cette observation, sur le marché américain<sup>1</sup>, d'un sens de causalité opposé à celui souvent postulé, amène les auteurs à mettre en cause la qualité des résultats obtenus dans les études antérieures. La spécification traditionnelle souffrirait d'un biais lié à une non prise en compte de l'interdépendance entre performance et structure de propriété. L'observation d'un sens de causalité inverse à celui souvent postulé est confirmée par Cho (1998). Ce dernier mène une étude empirique sur les liens entre structure de propriété, l'investissement et la valeur de l'entreprise sur 326 firmes américaines parmi les plus importantes en 1991. A l'instar de Loderer et Martin (1997), il mène d'abord un test où seule la structure de propriété (pourcentage détenu par l'ensemble des membres du conseil) influence la valeur de l'entreprise (q de Tobin). Dans cette première étape, il obtient des résultats comparables à ceux de Morck et al. (1988) : la relation est non monotone, la concentration de l'actionnariat a d'abord (jusqu'à 7%) un effet positif sur la performance, puis cet effet devient négatif (jusqu'à 38%) avant de redevenir positif (et non significatif). Une interdépendance entre les deux variables est ensuite considérée au sein d'un modèle d'équations simultanées. Il apparaît alors que la performance est un déterminant important de la participation au capital des membres du conseil, tandis que la relation précédente s'évanouit.

Si ces deux études confirment que la performance est un déterminant de la participation des organes de direction sans que l'inverse soit vrai, elles divergent sur la forme, voire le signe de cette relation. Les résultats de Loderer et Martin (1997) indiquent que la

---

<sup>1</sup> Leur échantillon est composé de 867 acquisitions par des entreprises américaines sur la période 1978-1988.

performance lors d'acquisition (rentabilités anormales à l'annonce) a un impact positif sur la part détenue par les dirigeants et administrateurs, tandis que la performance mesurée par le  $q$  de Tobin induit un plus faible niveau de participation au capital. Cho (1998) n'a recours qu'au  $q$  de Tobin et observe une relation non monotone. Autrement dit, pour ce dernier, l'impact de la performance sur la participation des administrateurs peut être positif ou négatif suivant les niveaux de participation. Nous retrouvons donc dans ces études la diversité des résultats que nous constatons dans les études antérieures. La même explication peut être proposée. Kole (1995) avance que la relation positive entre concentration de l'actionnariat interne et performance reste observable jusqu'à un seuil de capital plus élevé dans les petites entreprises que dans les grandes. Or, les échantillons de Loderer et Martin (1997) et de Cho (1998) sont différents du point de vue de la taille des entreprises étudiées. Chez les premiers, la valeur moyenne des actifs des entreprises tourne autour de 1000 à 2000 millions de dollars<sup>1</sup>, tandis que pour le second, qui étudie des entreprises faisant parties des 500 premières américaines, la valeur moyenne des actifs des firmes est de 5459 millions de dollars. Il est donc possible que Loderer et Martin (1997) qui décèlent une (faible) relation curvilinéaire telle celle obtenue par McConnell et Servaes (1990) obtiennent ce résultat du fait de la taille relativement restreinte des entreprises étudiées.

En France, la question du sens de causalité entre ces variables n'a pas été traitée empiriquement à notre connaissance. Il conviendra d'en tenir compte dans notre étude, les résultats et leur interprétation étant conditionnés à la relation qui prévaut. Avant de conclure sur la relation entre participation du dirigeant au capital de l'entreprise et performance, il nous faut souligner une des limites des résultats commentés pour notre objet de recherche. Nous considérons que la part détenue par le dirigeant, parce qu'elle influe sur son incitation à gérer dans l'intérêt des actionnaires et à se diversifier, doit être distinguée de la part détenue par les administrateurs non dirigeant, dont le rôle se limite bien souvent à une surveillance. Or cette distinction n'est pas toujours réalisée dans les études.

---

<sup>1</sup> Ce chiffre correspond à une estimation, vraisemblablement supérieure à la valeur réelle, non reportée, que nous faisons à partir des valeurs moyennes des  $q$  de Tobin et capitalisations boursières reportées. Quelle que soit l'imprécision de cette estimation, il est indiscutable que les entreprises de l'échantillon de Loderer et Martin (1997) sont en moyenne largement plus petites que celle étudiées par Cho (1998).

La participation du dirigeant ou de l'équipe dirigeante n'est pas systématiquement distinguée de celle des administrateurs. Morck et al. (1988) prennent soin de réitérer leur test en distinguant la part détenue par les deux premiers dirigeants de celle détenue par l'ensemble des administrateurs, mais cette précaution n'est pas systématiquement suivie (le plus souvent par manque d'information). Short et Keasey (1999) dans leur réplique de l'étude de Morck et al. (1988) ne prennent en compte que le pourcentage global détenu par le conseil. McConnell et Servaes (1990) définissent leur « actionnariat interne » comme la somme de la participation des membres du conseil et des dirigeants (non-membres du conseil). Ces études s'intéressent donc souvent à l'impact de la concentration de l'actionnariat « en contact direct avec la direction » (mécanisme de contrôle et d'incitation spécifique) sur la performance. Elles ne distinguent pas l'incitation propre du dirigeant (sa participation) sur la performance de l'entreprise. Il s'ensuit que « l'enracinement » auquel concluent les études du type de celle de Morck et al. (1988) est de façon certaine un « enracinement du conseil » et de façon non certaine (sauf dans l'étude de Morck et al.) un enracinement du seul dirigeant. Dans les études françaises, Charreaux (1991) distingue la part détenue par le dirigeant de celle détenue par les autres membres du conseil tandis que Djelassi (1996) n'y a pas recours. Mais, même dans le cas de l'étude de Charreaux, ce n'est pas systématiquement l'intérêt financier du dirigeant qui est pris en compte. La participation du dirigeant est appréhendée par le pourcentage *représenté* par les dirigeants. Si l'on conçoit bien que les intérêts des membres de la famille du dirigeant puissent faire corps avec le sien, il n'en va pas de même dans le cas des firmes contrôlées. Dans ce cas, la part possédée par la société contrôlante est retenue comme la part du dirigeant de la firme contrôlée. Or cette participation ne représente pas son intérêt financier personnel.

Les intérêts et l'engagement financiers du dirigeant dans l'entreprise doivent selon nous être distingués des intérêts financiers des autres parties, quand bien même ces derniers auraient voix au chapitre en matière de décision. L'importance de la part détenue par un administrateur détermine en partie son incitation à exercer un contrôle sur le dirigeant, en même temps que sa relative dépendance vis-à-vis de l'entreprise (il ne peut en sortir rapidement sauf à trouver un repreneur intéressé ou subir une perte liée à la vente d'une part importante du capital) donc vis-à-vis du dirigeant. La part détenue par le dirigeant détermine

en partie sa stabilité dans son poste ainsi que son intérêt financier (intérêt vis-à-vis de la rentabilité de cet engagement, mais aussi vis-à-vis du risque). Il est probable qu'un dirigeant qui possède des intérêts non négligeables (10%, 20% ?) dans le capital de son entreprise n'aura pas la même latitude suivant que les administrateurs représentent 5% ou 40% du capital, et suivant que ces administrateurs représentent les salariés ou un investisseur institutionnel. Selon nous, tant la concentration du capital que la nature de l'actionnariat doivent être intégrés dans l'analyse.

### **2.1.2 Conséquences concernant l'incitation managériale à diversifier l'entreprise**

Les études réalisées en France abondent plutôt dans le sens d'une neutralité de la structure du capital sur la performance pour les actionnaires. Mais nous avons vu que d'une part, le double sens de causalité n'est pas envisagé, ce qui peut conduire à des résultats biaisés, et que d'autres part, l'intérêt et l'engagement financier du dirigeant n'est pas, ou mal, pris en compte. Nous n'intégrerons pas tous les déterminants de la structure du capital de l'entreprise dans nos tests. L'hypothèse la plus prudente (et la plus générale) à retenir est donc que la relation entre part du dirigeant dans le capital et performance n'est pas monotone. En nous fondant sur quelques résultats des études françaises<sup>1</sup> et sur l'abondante littérature anglosaxonne, il est probable que celle-ci est d'abord positive puis négative ou nulle au delà d'un certain seuil de détention. Il nous faut donc envisager les conséquences de la relation engagement du dirigeant au capital / performance sur la propension du dirigeant à diversifier son entreprise dans le cadre des thèses de la convergence d'intérêt et d'enracinement.

Pour de faibles niveaux de participation, la thèse de la convergence devrait prédominer, c'est-à-dire que la part du dirigeant devrait être positivement liée à la valeur (pour les actionnaires) de l'entreprise, que ceci provienne d'un effet incitatif (causalité allant

---

<sup>1</sup> Charreaux (1991) observe que pour le critère de Sharpe et le taux de rentabilité des fonds propres (valeurs de marché), l'impact de l'actionnariat du conseil est négatif, favorisant l'hypothèse d'enracinement. Djelassi (1996) obtient des résultats similaires pour un seuil de 20% lorsque l'entreprise est contrôlée par une ou plusieurs autres. Ces résultats pourraient provenir de la plus grande dépendance des administrateurs vis-à-vis de l'entreprise (et de son dirigeant) lorsque leur « placement » s'avère peu liquide. Il est raisonnable de penser que plus la part détenue par le dirigeant est importante, plus la sécurité de son poste est assurée et plus il lui est possible de s'enraciner, ce que traduiraient aussi partiellement ces résultats.

du capital à la performance) ou d'un effet récompense (causalité allant de la performance au capital détenu). Dans ce cadre, où les mécanismes de contrôle et d'incitation semblent bien fonctionner, les hypothèses de diversification pour un motif de réduction d'emploi ou pour un motif d'enracinement exposées au chapitre 7 sont peu affectées. Le raisonnement simple qu'adoptent Denis, Denis et Sarin (1997) dans leur étude sur la structure de propriété, la diversification et les coûts d'agence, s'applique partiellement. Leur logique est la suivante : s'il existe un lien négatif entre diversification et valeur, alors il devrait exister un lien négatif entre le pourcentage détenu par les dirigeants et administrateurs et la diversification, dans la mesure où ces « insiders » supportent un coût croissant de la diversification avec le niveau de participation dans le capital. Nous n'adhérons pas sans réserve à ce raisonnement, néanmoins, dans la mesure où la thèse de la convergence d'intérêt domine (et où la diversification est effectivement destructrice de valeur), il est valable. Précisons que dans ce cadre :

-Le dirigeant reste susceptible de désirer un certain niveau de diversification afin de réduire le risque d'emploi lié à son poste. Son engagement dans le capital de l'entreprise étant faible, le risque de voir la valeur de son capital financier investi dans l'entreprise lui importe relativement peu. Qu'il soit constamment averse au risque ou que son aversion dépendent du niveau de performance de l'entreprise (cf. chapitre 7, § 2.2), il restera enclin à diversifier son entreprise si le niveau de diversification lui semble trop faible compte-tenu du risque. Mais il devra tenir compte de l'intérêt des actionnaires et l'opération de diversification ne devra pas se révéler coûteuse pour les actionnaires.

-L'hypothèse d'enracinement est peu probable à ce faible niveau de participation, puisque la thèse de convergence est supposée dominer. Toutefois, si le dirigeant est dans une situation inconfortable, c'est-à-dire que la performance de son entreprise est faible, augmentant son risque de révocation, compte-tenu de son faible engagement dans le capital (donc d'une faible perte en capital financier encourue), le dirigeant pourra devenir non averse au risque, et entreprendre, quelque soit le niveau de diversification de l'entreprise, une opération de diversification plus radicale.

-Au total, une participation faible du dirigeant au capital ne devrait pas affecter sa propension à diversifier son entreprise. Nous nous situons dans le cadre décrit au chapitre 7 :

le dirigeant possède une inclination à diversifier l'entreprise, mais les mécanismes de contrôle et d'incitation fonctionnant bien (thèse de la convergence), la propension à diversifier dépendra principalement des mécanismes de contrôle qu'il subit. En particulier, il devrait être sensible aux types de contrôles (financier vs. stratégique) qui lui sont appliqués; un contrôle financier pouvant conduire, selon notre analyse, à une diversification large (voire non liée), un contrôle stratégique conduit probablement à une diversification moins large, mais qui pourrait se révéler coûteuse pour les actionnaires.

Le cas le plus intéressant à considérer est celui où le dirigeant, disposant d'une part substantielle du capital de son entreprise, serait enraciné (stabilité assurée dans son poste). Cette fois, le raisonnement que tiennent Denis, Denis et Sarin (1997) doit être sérieusement amendé. Le dirigeant subira certes une part non négligeable et d'autant plus importante des coûts de la diversification qu'il possédera une part importante du capital. Mais la propension du dirigeant à diversifier son entreprise sera réduite pour d'autres raisons.

L'hypothèse d'Amihud et Lev (1981) avance que le dirigeant recherche la diversification pour diminuer son risque d'emploi, c'est-à-dire le risque attaché à la perte de son poste ou à une variation de ses rémunérations, conséquence d'une imparfaite observabilité des actes du dirigeant par les actionnaires. Si le dirigeant est fortement enraciné, i.e. qu'il ne craint pas pour son poste, une partie des fondements de l'hypothèse s'écroule. Il est par ailleurs probable qu'il dispose dans ce cas d'un fort pouvoir de négociation face aux administrateurs (ne serait-ce que parce qu'il possède un engagement financier crédible dans l'entreprise). Il peut s'assurer une stabilité dans les revenus de son travail, c'est-à-dire les fixer en accord avec le conseil, sans les voir indexés sur des indicateurs financiers. Par contre, il est vrai qu'étant financièrement largement engagé dans l'entreprise, il pourrait chercher une diversification pour réduire le risque (total) de son capital financier (et non de son capital humain). Cette diversification pourrait se révéler coûteuse pour les autres actionnaires dans la mesure où, ne possédant pas de portefeuille financier diversifié, il restera sensible au risque total de l'entreprise, tandis que les autres actionnaires peuvent n'accorder de l'importance qu'au risque systématique. Ainsi le motif de diversification change de nature si une part substantielle du capital permet au dirigeant de s'enraciner. D'un motif de diversification de son capital humain, on passe à un motif de diversification de son capital financier. La

propension du dirigeant à diversifier son entreprise devrait diminuer d'autant plus que le coût de la diversification est important. La diversification optimale pour le dirigeant dépendra d'un arbitrage entre les intérêts personnels qu'il y trouve (croissance et avantages liés, réduction du risque financier lié à son engagement dans le capital), et les coûts qu'elle induit sur son capital financier.

Enfin remarquons que si le dirigeant dispose d'une majorité (même relative) du capital et qu'il ne craint pas une révocation, il n'a pas à poursuivre une stratégie d'enracinement, par (sur)investissement dans ses domaines de compétences propres, telle que la décrivent Shleifer et Vishny (1989). En effet, l'enracinement du dirigeant se fait dans leur modèle en réponse à une menace de remplacement par une équipe concurrente. Il peut en conséquence investir dans n'importe quel secteur, quand bien même il n'y serait pas compétent, simplement pour satisfaire des objectifs non pécuniaires. L'étendue de sa diversification renvoie encore une fois à un arbitrage propre au dirigeant entre les avantages qu'il tire de la diversification et les coûts financiers qu'il supporte.

Nous retiendrons simplement pour l'instant les deux cas extrêmes : avec une faible participation managériale, la propension du dirigeant à diversifier son entreprise reste telle que nous l'avons présentée dans le chapitre 7. Elle est influencée par le mode de contrôle qui pèse sur lui, ce qui nous renvoie à la sous-section suivante. Si le dirigeant possède une part importante du capital, il est, de fait, plus enraciné (ou susceptible de l'être), et devrait en conséquence voir sa propension à diversifier l'entreprise diminuer.

Nous aurons l'occasion de revenir sur la propension du dirigeant à entreprendre une diversification en fonction de sa participation dans le capital dans le chapitre suivant (Elaboration des hypothèses). Notre analyse devra alors tenir compte de problèmes que nous n'avons pas soulevé ici, en particulier celui que pose le sens de causalité des relations.

## **2.2 Autres composantes de la structure de propriété, contrôle et propension du dirigeant à diversifier l'entreprise**

Nous distinguons l'actionnariat présent ou représenté au conseil d'administration,

souvent qualifié d'actionnariat « interne », de l'actionnariat qui ne dispose pas d'une telle représentation. L'actionnariat non représenté au conseil peut être qualifié d'externe voire de non spécifique dans notre cas, car il renvoie au mécanisme de marché et n'est pas spécifique à l'entreprise considérée<sup>1</sup> (§2.2.1). L'influence de la nature et de la concentration de l'actionnariat présent ou représenté au conseil sera ensuite discutée (§2.2.2).

### **2.2.1 Importance de l'actionnariat externe et contrôle**

Des études indiquent que la transaction de blocs d'actions ou l'irruption d'un actionnaire puissant au capital de l'entreprise se manifeste positivement dans les cours de l'entreprise (Shleifer et Vishny 1986 ; Barclay et Holderness, 1991 ; Wahal, 1996 ; Bethel, Liebeskind et Opler, 1997)<sup>2</sup>. Plusieurs explications peuvent être apportées à ce phénomène, mais elles renvoient toutes aux mécanismes de marché. Les actionnaires externes, de part leur situation même, affichent leur désir de ne pas intervenir directement dans le contrôle de l'entreprise, mais simplement d'obtenir un bon rendement de leur investissement. Un actionnariat externe concentré implique qu'en cas de désengagement d'un des actionnaires, les cours de l'entreprise risquent de chuter. Le dirigeant va donc être d'autant plus attentif à l'impact anticipé de ses décisions sur le cours de bourse que cet actionnariat est concentré. La concentration de cet actionnariat peut en outre faciliter le mécanisme de prise de contrôle. Si une équipe désire prendre le contrôle d'une autre, elle fait son offre directement auprès des

---

<sup>1</sup> Ce point de vue est discutable. Agrawal et Knoeber (1996) considèrent que la part détenue par les actionnaires non représentés au conseil est une variable exogène, qu'elle n'est donc pas spécifique (déterminé de façon endogène) à l'entreprise. Dans les faits, on remarque cependant que certains types d'actionnaires, souvent externes, disposent néanmoins d'une part du capital non négligeable de certains types d'entreprises. C'est par exemple le cas des fonds de pension qui investissent en priorité dans les entreprises importantes de l'indice de référence d'une place. En ce sens, les fonds de pension constituent un actionnariat non spécifique à une entreprise en particulier, mais spécifique à un petit nombre d'entreprises.

<sup>2</sup> Certaines analyses mettent en balance les coûts et les bénéfices associés à une concentration de l'actionnariat externe (voir Burkart, Gromb et Panunzi, 1997). Les actionnaires externes réduisent, en particulier, la latitude managériale exerçant un effet « désincitatif », ou dérivent des bénéfices personnels (par exemple en étant favorable à une diversification s'ils ne sont pas diversifiés). Nous ne retenons pas l'argument selon lequel ils dériveraient des bénéfices personnels au détriment des autres actionnaires externes (en cherchant à s'accaparer des rentes s'ils entreprennent une prise de contrôle) en supposant que ces actionnaires externes sont des institutions qui ne cherchent que des placements rentables à moyen ou long terme, et non des « raiders » qui entreraient et sortiraient aussi rapidement du capital. Les données dont nous disposons (cf chap. 9) ne nous permettent d'ailleurs pas de déceler ces éventuels actionnaires externes « raiders ». Par contre, il est possible que les actionnaires insiders dérivent des bénéfices privés (cf. § suivant).

actionnaires. Si ces derniers sont peu concentrés, le phénomène de passager clandestin est plus difficile à maîtriser, la cible pourra plus facilement trouver un chevalier blanc qui collectera les titres sur le marché pour son compte afin de déjouer la prise de contrôle hostile. Lorsque l'actionnariat est concentré, la décision de chaque « gros actionnaire » va être déterminante dans l'issue de l'opération (Shleifer et Vishny 1986). Le contrôle par les mécanismes de marché est donc d'autant plus pressant pour le dirigeant que des actionnaires externes représentent une part importante du capital.

Cet actionnariat, s'il est puissant exerce donc, via les mécanismes de marché, un contrôle financier sur l'entreprise. Il n'est pas dépendant du dirigeant, entretenant une relation minimale avec ce dernier. Il dispose en outre des moyens pour influencer les cours boursiers de l'entreprise ( en vendant ses titres s'il estime que l'entreprise est mal gérée). Il peut aussi intervenir en assemblée générale en refusant de voter des résolutions (cas des fonds de pension, cf. Wahal, 1996). De ce fait, il influence indirectement le jugement des actionnaires internes sur la performance des dirigeants. En ce sens, un actionnariat externe concentré devrait favoriser un contrôle par le marché et accroître le risque pour le dirigeant d'être évalué selon des contrôles de type financier. Ces types de contrôles, parce qu'ils augmentent le risque que supporte le dirigeant, l'incitent à diversifier son entreprise. Par ailleurs nous avons vu que ces actionnaires peuvent accepter une diversification si elle ne heurte pas trop leur intérêt. Il est possible qu'un actionnariat externe concentré, tout en représentant le gage d'un contrôle du dirigeant via les mécanismes de marché, incite ce dernier à diversifier son entreprise. Cela sera d'autant plus le cas que l'actionnariat interne de l'entreprise qui l'évalue directement, ne tempérera pas le contrôle financier qu'induit une concentration de l'actionnariat externe.

### **2.2.2 Les multiples facettes de l'actionnariat interne**

Si la plupart des études considèrent en un même ensemble les intérêts des administrateurs, voire ceux des administrateurs et dirigeants (cf. § 2.1.1), il nous semble que ceux-ci doivent être distingués suivant la nature des actionnaires présents ou représentés au

conseil. Le type de contrôle, la capacité du dirigeant à s'enraciner, en dépendent<sup>1</sup>.

Avant de développer le contrôle et l'incitation de ces actionnaires suivant leur type, précisons que nous ne considérons pas dans nos développements l'opportunisme possible de cette catégorie d'actionnaire vis-à-vis des autres. Du fait de leur plus grande proximité avec la direction et de leur engagement parfois important au capital, certains administrateurs peuvent être tentés, comme les dirigeants, de faire valoir leur intérêt propre plutôt que l'intérêt souvent postulé d'une maximisation de la richesse. Si ces actionnaires administrateurs ne possèdent, par exemple, pas de portefeuille bien diversifié, ils pourraient être favorables à une diversification qui réduirait le risque (total) de l'entreprise, quand bien même cela heurterait l'intérêt des autres actionnaires. Si c'était le cas, nous concluons, dans le cadre de cette étude, à un opportunisme managérial, alors que le manager pourrait répondre à un désir de son conseil. C'est ce possible opportunisme des actionnaires insiders par rapport aux actionnaires externes qui justifie le cumul souvent réalisé dans les études de la participation managériale et des administrateurs non dirigeants. Nous considérons essentiellement les actionnaires administrateurs comme un moyen de contrôle des intérêts actionnariaux face à la l'inclination du dirigeant à favoriser ses propres objectifs. Les administrateurs sont considérés comme les garants, plus ou moins efficaces, des intérêts de l'ensemble des actionnaires. Afin de tenir compte d'une éventuelle différenciation dans les comportements des administrateurs suivant leur nature, nous proposons de les distinguer par rapport à leur proximité (en terme de contrat de travail ou de lien financier) avec les dirigeants.

D'une manière générale, les actionnaires membres du conseil d'administration sont plus susceptibles que les actionnaires externes d'adopter une évaluation du dirigeant selon une approche stratégique. Plus cet actionnariat est concentré, plus le dirigeant bénéficie d'un contrôle orienté vers une évaluation stratégique, la pression des actionnaires externes s'amenuisant. En conséquence, un actionnariat interne important devrait permettre un partage du risque entre actionnaires et dirigeant favorable au dirigeant et exercer un impact négatif sur

---

<sup>1</sup> Bien entendu, l'actionnariat interne étant considéré de façon globale dans les autres études, nous faisons ici des hypothèses dont la pertinence pourra s'apprécier à la lumière des résultats obtenus par rapport aux variables utilisées dans les études considérant uniquement l'actionnariat interne. Cf. chapitre 9 et 10.

sa propension à diversifier l'entreprise.

D'un autre côté, un actionnariat interne important, surtout s'il n'est pas concentré dans les mains d'un unique administrateur, peut conduire à un enracinement du dirigeant. Nous avons argué que les administrateurs, alors susceptibles d'adopter un contrôle stratégique, risquent de ne pas aboutir à un consensus. Le dirigeant profiterait de cette division pour faire valoir ses propres intérêts. A cela s'ajoute, surtout dans les grandes entreprises françaises, le phénomène d'échange d'administrateurs lié aux participations croisées qui porte en germe un enracinement possible des dirigeants (Borhen et Norli, 1997). Si la présence d'administrateurs internes devrait limiter la propension du dirigeant à diversifier l'entreprise, elle ne limite a priori pas fortement la latitude managériale. Le dirigeant pourrait ainsi engager une diversification pour des motifs de croissance ou d'enracinement et non de réduction de son risque d'emploi. L'effet de cet actionnariat sur la stratégie développée par les entreprises est donc ambigu.

Il nous semble que la nature de l'actionnariat interne détermine en partie son type de contrôle et sa réaction face à la diversification. L'actionnariat salarié, s'il est représenté au conseil, ne devrait pas être un garant sans faille de la maximisation de la valeur. Il peut soit être soumis au dirigeant, soit défendre les intérêts des salariés (conditions de travail, salaire...). Son contrôle est de type stratégique, il devrait : réduire le risque encouru par le dirigeant (les exemples récents de tentatives de prise de contrôle le montrent -Société Générale contre BNP-)<sup>1</sup>, ne pas être défavorable à une diversification (contrats implicites avec les salariés), et ne pas forcément défendre l'objectif de maximisation de la valeur pour les actionnaires.

Les administrateurs représentant les intérêts du groupe dans lequel s'insère l'entreprise considérée constituent une autre catégorie spécifique. Ils constituent souvent le reflet des nombreuses participations croisées et échange d'administrateurs dans les grands groupes

---

<sup>1</sup> Dans la bataille qui a récemment opposé La Société Générale à BNP, la première a conservé son indépendance grâce à l'actionnariat salarié non négligeable (de l'ordre de 9%) et au soutien sans faille des salariés qui craignaient des licenciements. A l'inverse la bataille entre Elf (la cible initiale) et Total-Fina durant l'été 1999, s'est soldée par la victoire du second, en partie parce que Jaffré (PDG déchu de Elf) n'a pas su s'attirer les faveurs de son personnel (il leur promettait aussi des licenciements).

français et sont repris sous les rubriques « participations non financières » dans les études sur la structure de propriété des entreprises françaises (Kremp, 1998 ; Franks et Mayer, 1990, 1997 ; OCDE, 1995). Ces administrateurs peuvent aussi être les représentants de banques ou compagnies d'assurance liées à un hyper-groupe. Ces administrateurs, cumulant souvent plusieurs mandats, apparaissent souvent comme non directement liés (par un lien financier) à l'entreprise. Selon les définitions retenues dans les études, ils pourraient donc être qualifiés d'administrateurs « externe ». On leur prêterait alors un contrôle de type financier, qui devrait augmenter la propension du dirigeant à diversifier l'entreprise. Pourtant, ces administrateurs forment souvent des réseaux au sein d'hyper groupes. Même si nous avons argué en première partie (cf. Chapitre 3, § 3.2) que ces réseaux étaient en recul, notre propre expérience, lors de la collecte des données sur l'actionnariat (cf. chapitre suivant), nous a montré à quel point les relations financières et humaines entre entreprises s'enchevêtraient de façon complexe. Ces administrateurs, souvent liés au dirigeant, sont susceptibles d'exercer un contrôle clanique, portant autant sur le comportement que sur les résultats du dirigeant. Ils ne sont pas les représentants du contrôle purement financier tel que nous l'avons défini. En conséquence, leur importance a une influence difficile à déterminer sur le comportement du dirigeant vis-à-vis de la diversification.

Les autres types d'actionnaires internes pourraient aussi être distingués. Les banques, favorisant potentiellement une stabilité des résultats, pourraient ne pas s'opposer à une diversification. Enfin, les autres institutions financières non liées à l'entreprise au sein de relation de groupe (société de capital développement, filiales de banques spécialisées dans le capital développement), et les particuliers sont normalement les représentants d'un contrôle de type financier relativement strict. Mais, même pour ces derniers, des nuances peuvent être faites. Si les particuliers ne disposent pas d'un portefeuille parfaitement diversifié, ils ne s'opposeront pas (au contraire) à une diversification. Le capital développement accorde une grande importance au respect des « business plan », mais ils interviennent parfois comme conseil et ne sont pas insensibles aux arguments stratégiques de la direction.

La grande diversité de type d'actionnaires que l'on retrouve derrière les « insiders » explique certainement que ces derniers sont souvent considérés globalement. Nous suivrons cette pratique académique dans nos tests. Néanmoins, dans un but empirique, nous tentons de

distinguer différentes catégories d'administrateurs internes suivant leur indépendance supposée vis-à-vis des dirigeants.

La pertinence de cette classification doit s'apprécier au regard des résultats qui seront obtenus et des contraintes rencontrées concernant la disponibilité des données. Afin de ne pas multiplier les variables, et compte-tenu des catégories que nous retrouvons souvent dans notre échantillon, nous retiendrons une décomposition en 2 grandes catégories :

- les actionnaires administrateurs potentiellement dépendants ou liés à l'équipe dirigeante. Cette catégorie regroupe les représentants de l'actionnariat salarié au conseil, les représentants d'entreprises financières ou non qui appartiennent au même groupe *que celui dirigé par le dirigeant*. L'ensemble de ces intérêts peut être instrumentalisé par la direction. Les représentants de participations qui sont liées au sein d'un groupe à l'entreprise du dirigeant constituent un levier de contrôle du dirigeant. Ces deux types d'actionnaires administrateurs devraient être moins actifs dans le contrôle du dirigeant. Ils devraient aussi avoir plus recours à des évaluations de type stratégique, étant potentiellement liés au dirigeant.
- les actionnaires administrateurs a priori indépendants vis-à-vis de l'équipe dirigeante. Il s'agit des autres intérêts : entreprises financières ou non qui sont représentées au conseil mais qui ne font pas partie du groupe auquel appartient l'entreprise, administrateurs individuels non-dirigeants... Notons dans les cas des entreprises (financières ou non), seul l'absence de lien financier nous permet de définir ces administrateurs comme indépendants. Il peut exister des liens humains qui ne sont pas pris en compte. Ces administrateurs devraient être plus indépendants, avoir recours à une évaluation de type financier ou stratégique sur le dirigeant.

L'importance du capital représenté par les administrateurs potentiellement soumis au dirigeant ne devrait que faiblement contraindre le dirigeant vis-à-vis de la diversification. En tant que vecteur possible d'un enracinement, l'importance de ces administrateurs pourrait même exercer un effet positif sur sa latitude managériale, favoriser une plus grande diversification et un opportunisme. A l'inverse, les administrateurs a priori indépendants devraient exercer un contrôle plus strict. Leur impact sur le niveau de diversification et la

propension du dirigeant à diversifier son entreprise est difficile à prévoir. Pouvant mettre en œuvre un contrôle de type stratégique, ces administrateurs devraient être moins favorables à une diversification que les actionnaires externes.

## **Conclusion**

Ce chapitre nous a permis de présenter les principaux mécanismes qui influencent la propension du dirigeant à diversifier l'entreprise. Ces facteurs sont interdépendants. Ils influencent la latitude managériale en matière de diversification à deux niveaux. En définissant la force avec laquelle l'intérêt de maximisation de la valeur pour les actionnaires s'impose au dirigeant, ils contraignent indirectement le comportement opportuniste du dirigeant dont la diversification est une manifestation possible. Le type de contrôle auquel ils font appel influe aussi plus directement sur la stratégie. Les contrôles de type financier, en reportant une partie du risque de l'entreprise sur le dirigeant, accroissent sa propension à la diversification. Les contrôles de type plus stratégique évitent a priori ce transfert de risque, le dirigeant voit son risque d'emploi diminuer. Ce faisant, ils confèrent au dirigeant une plus grande latitude en lui permettant de s'affranchir, au moins dans le court terme, de la sanction du marché. La porte est alors ouverte aux stratégies d'enracinement tel que les décrivent Shleifer et Vishny (1989) ou, plus généralement, à des diversifications de croissance ne maximisant pas la valeur de l'entreprise pour les actionnaires.

En intégrant la structure de propriété de l'entreprise dans l'analyse, nous distinguons trois éléments qui influencent simultanément la propension à diversifier l'entreprise et la discrétion managériale :

- la part détenue par le dirigeant dans le capital nous semble être l'élément le plus important. Faible, elle n'incite pas le dirigeant à œuvrer dans l'intérêt des actionnaires puisqu'il ne supporte pas directement les coûts qu'il peut leur infliger. Dans le même temps, les dirigeants sont contraints par les mécanismes de contrôle. Forte, elle contribue à dégager le dirigeant de la pression des mécanismes de contrôle. Mais il supporte alors directement les coûts et bénéfices de sa gestion, et ne devrait pas mettre en œuvre de stratégie destructrice de valeur.

- la concentration de l'actionnariat externe (non représenté au conseil). Elle représente l'intensité avec laquelle les mécanismes de marché, non spécifiques, s'imposent au dirigeant. Privilégiant un contrôle sur les résultats, elle devrait inciter le dirigeant à diversifier son entreprise. Elle exerce cependant un effet dissuasif, plus ou moins contraignant suivant les autres éléments, en étant sensible aux résultats à court ou moyen terme, de l'entreprise.
- la concentration de l'actionnariat interne. Elle recouvre en partie, toujours en interdépendance avec les autres, les mécanismes spécifiques de contrôle du dirigeant. Cette composante est sans aucun doute la plus complexe à manier au regard de la stratégie et de la latitude managériale. Les études américaines du lien entre structure de propriété et performance la considère généralement globalement avec la participation managériale, soulignant ainsi que des intérêts particuliers, spécifiques à l'entreprise, se trouvent derrière cet actionnariat. Nous intéressant au mode et à l'intensité du contrôle sur le dirigeant qu'elle recouvre, nous l'avons traité sous deux optiques. Elle peut être considérée comme le contrepoids de l'actionnariat externe vis-à-vis du type de contrôle. Le contrôle non uniquement financier qu'elle exerce sur le dirigeant devrait réduire son risque d'emploi, limitant la diversification managériale pour ce motif. Mais elle pourrait aussi être un terreau favorable à un enracinement dirigeant, car la relation de dépendance réciproque entre le dirigeant et cet actionnariat est sans doute plus importante qu'avec les actionnaires externes. Nous avons proposé de distinguer cet actionnariat sur la base de sa proximité avec le dirigeant. Mais la pertinence de ce classement est à apprécier à la vue des résultats de tests empiriques.

Les relations complexes qu'entretiennent les mécanismes d'incitation et de contrôle, leur effet ambigu sur la propension du dirigeant à diversifier l'entreprise, laissent présumer de la difficulté que rencontre la mise en évidence d'un comportement opportuniste du dirigeant. Dans le chapitre suivant, nous présentons les démarches adoptées par certains chercheurs dans cet objectif, nos objections et notre apport personnel au travers d'hypothèses testables.

## **CHAPITRE 9 : Elaboration d'un corps d'hypothèses, méthodologie et données**

Les premiers chapitres de la thèse ont exposé les bénéfices potentiels des stratégies de diversification, tout en caractérisant la période récente comme peu favorable à leur réalisation. Dans le septième chapitre, nous avons présenté les différents motifs incitant le dirigeant à diversifier l'entreprise, et les coûts qu'induit ce comportement pour les actionnaires. Il ressort de ces analyses qu'une relation négative entre diversification et performance devrait voir le jour. Mais cette relation ne correspond à un comportement opportuniste que si le dirigeant tire un bénéfice personnel de la diversification. L'intégration de la structure de propriété de l'entreprise, reflet des incitations et des contrôles qui s'exercent sur le dirigeant, doit nous permettre, en nous fondant sur des hypothèses, de déterminer si le dirigeant trouve un intérêt personnel dans la diversification.

Notre démarche consiste donc à chercher les traces d'un opportunisme managérial à travers les relations diversification / performance, structure de propriété / diversification, et structure de propriété / performance. Afin de souligner nos apports et leurs limites, cette démarche générale mérite d'être précisée. Dans une première section, nous élaborons un ensemble d'hypothèses sur ces relations. L'originalité de la démarche ne tient pas uniquement à l'amendement que nous opérons sur certaines hypothèses « classiques », déjà testées, mais surtout au renversement possible des sens de causalité dans les relations envisagées et à la nécessaire prise en compte simultanée de ces différentes relations. La deuxième section présente le cadre empirique retenu, les données, mesures et variables qui seront utilisées dans les différents tests.

### **SECTION 1 : Elaboration d'un corps d'hypothèses**

Les relations diversification / performance, structure de propriété / diversification, et structure de propriété / performance sont souvent à la base des études s'intéressant à un

comportement éventuellement opportuniste du dirigeant, ou plus généralement à la mise en évidence de coûts d'agence. Elles sont même, dans certaines études, toutes considérées (Denis, Denis et Sarin, 1997). Des hypothèses déjà établies et testées peuvent donc être reprises. A ce niveau, les apports de notre analyse se limiteront à des amendements, concernant par exemple l'aversion au risque du dirigeant, dont nous avons montré qu'elle n'était pas forcément stable (cf. chapitre 7, § 2.2.1). C'est sur les résultats successifs des tests de ces hypothèses que se fondent les chercheurs pour mettre en évidence un comportement opportuniste du dirigeant. Mais, des questions rarement traitées théoriquement et (surtout) empiriquement, en particulier celles des sens de causalité qui prévalent dans les relations, obligent à reconsidérer les résultats obtenus au regard du comportement du dirigeant.

En conséquence, nous développerons d'abord les hypothèses ayant déjà fait l'objet de test, en montrant, quand cela se justifie théoriquement, qu'un double sens de causalité doit parfois être envisagé avant de suspecter une manifestation opportuniste du dirigeant (§1.1). Ce premier pas fera apparaître les relations entre diversification, performance et structure de propriété comme interdépendantes. Nous proposerons alors de reconsidérer les résultats préalablement obtenus et leur interprétation en arguant que la stratégie, la performance et la structure de propriété doivent être considérées simultanément avant de conclure à un opportunisme managérial (§1.2).

## **1.1 Une approche « classique » de l'opportunisme managérial à travers la stratégie mise en oeuvre**

Un comportement opportuniste sera suspecté si : (1) la diversification a un impact négatif sur la performance de l'entreprise et/ou sa valeur ; (2) la relation entre part du capital détenue par le dirigeant et diversification est compatible avec, et reflète, la recherche d'intérêts personnels ; (3) la part détenue par le dirigeant exerce un effet sur la performance de l'entreprise ou sur la valeur créée (ou détruite) lors d'opérations spécifiques, vecteurs de diversification. L'ordre de présentation des hypothèses suivra ces relations.

Un opportunisme managérial se manifestant à travers une stratégie de diversification n'est envisageable que si la diversification se révèle coûteuse pour les actionnaires. Nous

étudierons donc dans un premier temps les hypothèses ayant trait à la relation entre diversification et performance (1.1.1). L'impact de la diversification sur le risque, composante de la performance pour les actionnaires et motif possible de diversification pour le dirigeant, y est aussi envisagé. La structure de propriété de l'entreprise influence de plusieurs façons la stratégie mise en place par le dirigeant. Elle intervient directement à travers le type de contrôle auquel est soumis le dirigeant et l'intensité avec laquelle celui-ci perçoit les menaces qui pèsent sur son poste. Elle intervient indirectement sur la stratégie à travers la relation entre structure de propriété et performance. La part détenue par le dirigeant détermine dans quelle mesure il supporte les conséquences patrimoniales de ses décisions. Si la stratégie de diversification a un impact négatif sur la valeur de l'entreprise, la part détenue par le dirigeant devrait influencer sa propension à se diversifier (1.1.2).

Pour la clarté de l'exposé, nous aurons désormais recours au terme de *diversité* pour désigner le *niveau de diversification de l'entreprise*. Nous emploierons le terme « diversification » pour désigner l'opération par laquelle une entreprise augmente sa diversité.

## **1.1.1 Diversification, diversité, valeur et risque de l'entreprise**

### ***1.1.1.1 Diversification, diversité et valeur de l'entreprise***

Nous ne revenons pas sur les bénéfices attendus de la diversification (cf. chapitre 2) dont la réalisation semble difficile dans la période récente (chapitre 3), ceci pouvant se traduire par une mauvaise performance pour les actionnaires (chapitre 4). Nous nous contentons de rappeler les coûts qu'entraînent une diversification réalisée dans l'intérêt du dirigeant. Ces coûts naissent de ce que :

-le dirigeant favoriserait la croissance au détriment de la rentabilité<sup>1</sup>

-il chercherait, dans certaines circonstances, à réduire le risque de l'entreprise

---

<sup>1</sup> La croissance n'est pas coûteuse en soi, parmi les coûts liés à une recherche de croissance par le dirigeant, nous pouvons citer, outre les émoluments et avantages propres au dirigeant, les coûts d'agence internes à l'organisation se traduisant par une mauvaise allocation des fonds (Rajan, Servaes et Zingales, 1999).

-il s'enracinerait lors des opérations de diversification

En nous fondant sur les nombreux développements des chapitres précédents, nous posons plusieurs hypothèses sur le lien entre diversification (et diversité) et performance<sup>1</sup>.

**H1** : La diversité de l'entreprise, surtout si elle est non liée, exerce un impact négatif sur la performance de l'entreprise.

**H1b** : Une opération de diversification (acquisition de diversification) a un impact négatif sur la richesse des actionnaires.

De nombreuses études, surtout étrangères, ont testé et corroboré ces hypothèses. Le faible nombre d'études françaises (cf. annexe 1) ne nous permet pas de trancher et justifie un nouveau test de cette relation.

Notons que si aucune de ces hypothèses n'était corroborée, la recherche d'un comportement opportuniste du dirigeant à travers la stratégie de diversification se révélerait non pertinente. Quand bien même seraient-elles apparemment corroborées, la recherche d'un opportunisme managérial ne serait pas forcément pertinente. En effet ces hypothèses postulent un sens de causalité qui va de la diversification à la performance. Or, à plusieurs moments dans nos développements, nous avons constaté que le sens de causalité inverse était envisageable.

Nos réflexions sur ce thème prennent leurs sources dans l'étude du mouvement de diversification par période (chapitre 3). Nous avons alors remarqué que la contrainte financière et la faible performance absolue des entreprises à partir du milieu des années 70 a pu les pousser à stopper, voire à réduire leur diversification. Il est ainsi fait un lien entre performance des entreprises et diversification, la première influençant la seconde. Nous

---

<sup>1</sup> Le suffixe « b » derrière une hypothèse indique que celle-ci sera testée à partir des opérations d'acquisition, dans une optique « dynamique ». L'absence de suffixe indique que c'est le niveau de diversification (la diversité) qui est concerné, ces hypothèses seront testées sur des entreprises à un moment donné et non sur des opérations particulières. Les deux types d'hypothèses sont complémentaires.

sommes revenus sur le sens de cette relation dans le chapitre 4 (cf. § 1.2.2, chap. 4). Plusieurs arguments plaident alors en faveur d'un sens de causalité orienté de la performance à la diversification. Pour Rumelt (1974, p. 82), les firmes dont le secteur principal d'activité est peu performant sont incitées à se diversifier. Le point de vue des ressources avance qu'une entreprise performante (au regard de sa capacité à dégager des cash flows) réunie les conditions nécessaires à une diversification (Chatterjee et Wernerfelt, 1991). Enfin, plus récemment, dans le chapitre 7, nous avons montré que, suivant le modèle de Shleifer et Vishny (1989), les dirigeants d'entreprises faiblement performantes sont incités à se diversifier afin de se « ré-enraciner ». Cette fois encore, c'est un niveau de performance (relative) qui est l'élément causal de la diversification. L'hypothèse de Amihud et Lev (1981) est aussi ouverte à une causalité allant de la performance à la diversification. Si le dirigeant est incité à protéger son risque d'emploi par diversification, ce peut être parce que l'entreprise souffre d'une faible performance et que son risque d'emploi est en conséquence élevé. Les résultats des études ayant explicitement tenté de déterminer le sens de causalité de la relation restent mitigés. Elles concluent soit au sens « classique » (diversification  $\Rightarrow$  performance) (Lang et Stulz, 1994), soit à une prédominance de l'autre causalité (Grant, Jammine et Thomas, 1988), mais restent prudentes dans leurs conclusions.

Un doute subsiste donc quant au sens de causalité entre performance et diversification que nous nous proposons de tester sur des données françaises sur la période 1991-1997, à travers un modèle d'équations simultanées (cf. sous-section suivante). Si c'est la performance de l'entreprise qui influence la politique de diversification plutôt que l'inverse, il est possible que les résultats des études empiriques antérieures soient biaisés et qu'ils aient conduit à de mauvaises interprétations. En effet, un impact négatif de la diversification sur la performance est toujours compatible avec un opportunisme managérial tel que nous l'avons défini. Le dirigeant favorise alors ses propres intérêts (risque, croissance...) au détriment de celui des actionnaires. Dans l'hypothèse d'un impact négatif de la performance sur la diversification, la probabilité d'occurrence d'un comportement opportuniste est réduite. Les actionnaires, le dirigeant et l'entreprise qu'il dirige se trouvent alors dans une situation a priori peu favorable. La diversification s'interprète plus comme une réaction conservatoire de la part du dirigeant et, même si ce dernier tire des avantages de ce mouvement stratégique, la situation lui laisse

peu de marge pour accroître sa satisfaction *au détriment* de celle des actionnaires. Le dirigeant peut certes inscrire cette diversification dans un processus d'enracinement tel que le décrivent Shleifer et Vishny (1989). Il reste que celle-ci ne devrait pas se traduire par une baisse de la richesse des actionnaires, et que l'on ne conclura alors pas à un comportement opportuniste.

### ***1.1.1.2 Diversification et risque de l'entreprise***

Selon Amihud et Lev (1981), la réduction de son risque d'emploi par le dirigeant le conduit à rechercher une réduction du risque de l'entreprise par diversification. Si ce comportement est effectif, une opération de diversification devrait se traduire par une diminution du risque de l'entreprise. Nous posons donc l'hypothèse :

**H2b** : Une opération de diversification est associée à une diminution du risque de l'entreprise.

L'hypothèse d'Amihud et Lev (1981) repose néanmoins sur une aversion au risque dont on a vu qu'elle n'était pas forcément constante. En nous fondant sur l'analyse de Wiseman et Gomez-Mejia (1998), nous avons avancé que le dirigeant ne chercherait pas à réduire la variance des projets dans lesquels il investit, lorsque son entreprise est peu performante (cf. chapitre 7, § 2.2.1). Il s'ensuit que le comportement décrit par l'hypothèse de Amihud et Lev (1981) pourrait ne pas être observé en moyenne parce qu'il n'est effectif que pour les dirigeants d'entreprises relativement performantes. Nous amendons donc l'hypothèse précédente.

**H2b'** : Pour les entreprises performantes, une opération de diversification est associée à une diminution du risque de l'entreprise. Cette relation n'est pas observable, ou moins forte, pour les entreprises peu performantes.

La relation entre la diversité (niveau de diversification) et les composantes du risque de l'entreprise devrait être négative jusqu'à un certain niveau de diversité, puis possiblement positive (cf. chapitre 2, § 2.3 et chapitre 7, § 2.1.2). Selon Lubatkin et Rogers (1989) et Lubatkin et Chatterjee (1994), seule une diversification liée permet de réduire le risque de l'entreprise. Les entreprises adoptant une stratégie de diversification non liée devraient connaître un niveau de risque proche de celui des entreprises spécialisées. Suivant cette

analyse, nous nous attendons à ce que la composante liée de la diversité soit négativement liée au risque, tandis que sa composante liée devrait lui être positivement liée. L'observation d'une courbe « en U » entre le niveau de diversification et le risque de l'entreprise indiquerait que le motif de réduction de son risque d'emploi par le dirigeant ne trouve pas à s'appliquer pour tous les types de diversification. Le dirigeant ne chercherait pas, à travers une stratégie de diversification large, voire non liée, à réduire son risque d'emploi, mais d'autres motifs de satisfaction liés à la diversification (enracinement ou croissance). Les résultats des tests concernant le lien entre risque et diversité nous permettront une première introspection dans les motifs managériaux des stratégies de diversification. Nous posons une hypothèse s'accordant avec les observations empiriques américaines.

**H2** : La diversité de l'entreprise et son risque (et composantes) sont associés selon une relation en forme de U ; la diversité non liée étant plutôt positivement associée au risque, la composante liée de la diversité exerçant un impact négatif.

Cette hypothèse, si elle est corroborée, ne nous conduira pas à suspecter un comportement opportuniste du dirigeant quand bien même la réduction du risque constituerait un de ses objectifs. Il convient d'approfondir l'étude de la relation, en distinguant les différentes composantes du risque. Si cette hypothèse n'est pas totalement corroborée, la diversité réduisant, par exemple, de façon linéaire le risque de l'entreprise, l'occurrence d'un comportement opportuniste lié à une réduction du risque de l'entreprise par diversification sera plus probable.

Les hypothèses posées jusqu'ici ne constituent qu'un préalable à la recherche de comportement opportuniste du dirigeant dans les stratégies de diversification. En intégrant à l'analyse la structure de propriété, nous posons des hypothèses devant nous permettre de déceler des comportements opportunistes spécifiques du dirigeant.

### **1.1.2 Diversification, performance de l'entreprise et structure de propriété du capital**

La part du capital détenue par le dirigeant est un élément particulièrement important déterminant le type de stratégie que celui-ci mettra en œuvre s'il est opportuniste. Nous tirons

donc d'abord des hypothèses sur le lien entre participation managériale et diversification avant de nous intéresser aux autres composantes de la structure de propriété.

### ***1.1.2.1 Participation du dirigeant au capital, performance et diversification***

L'engagement du dirigeant dans le capital de l'entreprise détermine l'arbitrage qu'il réalise entre objectifs personnels pécuniaires et non pécuniaires dans ses décisions stratégiques. A des niveaux de participation élevés, il n'entreprendra probablement pas de stratégie qui affectent négativement sa richesse. Parallèlement, son engagement dans le capital détermine l'importance du contrôle exercé par les actionnaires. Une participation importante au capital élargit son espace discrétionnaire, il subit alors probablement moins les contrôles du conseil d'administration. Ces deux phénomènes vont jouer pour déterminer l'influence prévisible de la part qu'il détient sur les stratégies, si toutefois celui-ci fait valoir ses propres intérêts contre celui des actionnaires.

#### **Diversification et part détenue par le dirigeant**

Rappelons que plusieurs hypothèses sont envisageables quant à l'influence de la participation managériale sur la performance de l'entreprise (cf. chapitre 8, § 2.1.1). L'hypothèse de convergence d'intérêts remarque que plus la part détenue par le dirigeant est importante, plus il supporte les conséquences patrimoniales de ses décisions. Il devrait donc apparaître un lien positif entre part détenue et performance. Si cette hypothèse se vérifie, pour autant que la diversification ait un impact négatif sur la valeur de l'entreprise et que les avantages que tire le dirigeant de la diversification, soient constants avec la part de capital qu'il détient, il existera une relation négative linéaire entre sa participation et la diversification.

Il est néanmoins probable que les avantages que tire le dirigeant d'une diversification ne sont pas constants. Nous avons en particulier vu que, dans l'hypothèse de Amihud et Lev (1981), le risque que couvre le dirigeant via une diversification change de nature avec sa participation (cf. chapitre 8, § 2.1.2). Pour une participation faible, le dirigeant cherche surtout à réduire le risque que court son capital humain, ce que recouvre le terme employé par Amihud et Lev (1981) de « risque d'emploi ». Pour une participation plus élevée, c'est le

risque attaché à son capital financier, peu diversifié, que cherchera à couvrir le dirigeant. L'importance de ce risque financier dépend de la part de sa richesse personnelle investie dans l'entreprise (May, 1995). Par ailleurs, comme nous l'avons déjà noté, lorsque le dirigeant possède une part importante du capital, il ne cherchera à réduire le risque de son entreprise que si son aversion est croissante avec le risque encouru. Si son aversion est faible et stable, il pourrait chercher à obtenir la valeur maximale de son investissement en augmentant le risque spécifique de l'entreprise. Il n'est donc pas certain que le dirigeant cherche autant à réduire le risque de l'entreprise pour protéger son capital financier que pour protéger son capital humain.

En conséquence, plusieurs formes de la relation entre part du capital détenue par le dirigeant et diversité de l'entreprise sont envisageables si l'on considère les arguments dérivés de l'hypothèse d'Amihud et Lev (1981). Si la protection de son capital financier importe peu et que la thèse de la convergence d'intérêt domine, le niveau de diversité, coûteux, devrait décroître linéairement avec la part qu'il détient dans le capital. Sa participation dans le capital joue alors un rôle incitatif et lui garantit, au fur et à mesure qu'elle augmente, une stabilité dans son poste. Si la protection de son capital financier est un objectif important aux yeux du dirigeant, il devrait chercher à réduire le risque (total, mais surtout spécifique) de l'entreprise lorsque son engagement financier augmente. Ceci pourrait le conduire à préférer une diversité élevée de l'entreprise pour une participation importante. Le niveau de diversité de l'entreprise augmenterait alors au-delà d'un seuil de capital détenu. Ceci pourrait entraîner des coûts pour les autres actionnaires suivant l'impact de cette diversité sur le risque. Par ailleurs, notre analyse sur l'aversion au risque du dirigeant croissante avec le niveau de performance de l'entreprise continue à tenir. L'hypothèse de convergence d'intérêt ne serait plus respectée stricto-sensu. Il nous faut nous placer dans le cadre de Morck et al. (1988).

La thèse de Morck et al. (1988) stipulant une relation non monotone entre performance et part du capital détenue par le dirigeant est plus intéressante car elle intègre, en sus de son caractère incitatif, les conséquences de l'engagement au capital du dirigeant sur l'effectivité des mécanismes de contrôle. A de faibles niveaux de participation, le dirigeant est fortement soumis à la pression des actionnaires internes et externes. Il devrait alors, sous peine de révocation ou de chute de revenus, gérer dans leur intérêt. La nature des contrôles qui pèsent sur lui aura une influence sur sa stratégie, mais il pourra difficilement mettre en œuvre une

diversification se révélant coûteuse pour les actionnaires. Un niveau plus élevé de participation joue comme un « catalyseur » de son enracinement. Il s'émancipe alors du contrôle des actionnaires et entreprend plus librement des actions se révélant coûteuses pour les actionnaires. Néanmoins, au-delà d'un second seuil, les intérêts pécuniaires du dirigeant peuvent l'emporter sur les intérêts non pécuniaires qui motivent la stratégie mise en œuvre. On retrouve alors la convergence d'intérêts.

Cette thèse peut être transposée à la propension du dirigeant à diversifier l'entreprise. Les hypothèses classiques de diversification pour des motifs de réduction du risque d'emploi [Amihud et Lev 1981] ou par (sur)investissement dans les domaines de compétence de l'équipe dirigeante s'envisagent alors à l'aune de la part détenue par le dirigeant dans le capital.

• Dans le cas où le dirigeant ne disposerait que d'une fraction négligeable (souvent difficilement déterminable) du capital, il peut se diversifier sans voir ses propres intérêts (intérêts financiers et intérêts liés à son « capital humain ») entrer en conflit. Il possède une inclinaison relativement forte à diversifier l'entreprise. L'étendue de la diversification dépendra alors principalement de l'efficacité des mécanismes de contrôle. Si ces derniers lui laissent une marge de manœuvre, ou s'il est enraciné malgré sa participation faible, il entreprendra une diversification. Le niveau de diversité de l'entreprise devrait être fort pour de faibles participations managériales. Le dirigeant devrait néanmoins être sensible au contrôle des actionnaires, et ne pas être en moyenne en situation de réaliser des acquisitions de diversification.

• Dès lors qu'il se situe au-dessus de ce seuil, sans pour autant exercer un contrôle absolu sur l'entreprise, ses intérêts entrent en conflit. Différents scénarii sont envisageables :

- si le dirigeant ne dispose pas, malgré sa participation au capital, d'une emprise suffisante sur son CA, l'analyse est la même pour l'hypothèse de Shleifer et Vishny [1989] et pour l'hypothèse d'Amihud et Lev [1981]. C'est alors l'aversion au risque du dirigeant et la part de sa richesse investie dans la firme qui détermineront si l'avantage à la diversification est à ses yeux supérieur au

désavantage en terme pécuniaire qu'implique pour lui cette stratégie. Sa propension à diversifier l'entreprise reste forte, mais dépend des contrôles qui s'exercent sur lui. *Partant de participations relativement faibles dans le capital, le dirigeant devrait progressivement réduire la diversité de l'entreprise à mesure qu'augmente le coût financier qu'il supporte.*

- s'il dispose d'une emprise importante sur son CA, alors l'hypothèse émise par Amihud et Lev [1981] perd de son intérêt. Le dirigeant n'a alors plus (ou peu) d'avantages à se diversifier puisqu'il peut à son gré (ou presque) fixer sa rémunération et éviter ainsi les désagréments (en termes pécuniaires) qu'occasionneraient une rémunération et une évaluation de son travail fondée uniquement sur sa performance. Par contre l'hypothèse émise par Shleifer et Vishny [1989], puisqu'elle repose sur une menace extérieure (« la seconde meilleure équipe » après l'équipe en place, compte-tenu du portefeuille d'activités de la firme), tient toujours et conduit le dirigeant à privilégier l'investissement dans ses domaines de compétence. Entre « participation faible » et participation lui conférant une emprise sur le contrôle de l'entreprise (seuils difficilement déterminables a priori), le dirigeant conserve donc les avantages à la diversification et ne supporte qu'une part restreinte des coûts qu'il impose aux actionnaires. C'est dans cette zone de détention du capital qu'il devrait être le plus enclin à diversifier l'entreprise lors des acquisitions. La diversification entreprise ne constitue pas forcément un enracinement supplémentaire, il peut s'agir d'investissement de consommation de son enracinement. *Le niveau de diversité et la diversification lors d'acquisitions pourraient donc réaugmenter avec la part détenue par le dirigeant pour des participations non négligeables.* Notons néanmoins que plus sa participation dans le capital est importante, plus il supporte les coûts de sa stratégie. La diversification n'est pas entreprise pour protéger son capital humain, il s'agit alors véritablement d'investissements opportunistes ;

•Lorsque le contrôle du dirigeant est absolu ou quasi-absolu (on peut raisonnablement fixer le seuil entre 40 et 50% du capital), les deux hypothèses perdent en partie leur raison d'être. Celle de Shleifer et Vishny [1989] puisque la menace extérieure est largement

amoindrie ; celle d'Amihud et Lev [1981] pour la même raison que celle invoquée au-dessus (il craint moins pour sa réputation et fixe plus librement sa rémunération). Le dirigeant ne cherche plus à protéger son capital humain, mais son capital financier. *En supposant que la protection de son capital financier par réduction du risque de l'entreprise ne constitue pas un motif important* pour le dirigeant, les avantages qu'il tire d'une diversification se réduisent, alors même que les coûts qu'il supporte sont importants et vont croissants. *Le niveau de diversité de l'entreprise souhaitable par le dirigeant devrait alors se réduire. Mais si la protection de son capital financier est un motif valable pour une participation élevée, le dirigeant préférera une diversité élevée et celle-ci augmentera de nouveau.* Possédant alors une grande latitude dans ces choix stratégiques, les acquisitions devraient d'autant plus diversifier l'entreprise que sa participation est importante.

Ce développement nous amène à poser des hypothèses alternatives sur la forme de la relation, dont la corroboration fournirait des traces supplémentaires de l'existence d'un comportement opportuniste du dirigeant.

**H3** : A supposer que le dirigeant adopte un comportement opportuniste à travers la mise en œuvre de diversifications coûteuses pour les actionnaires, une relation à dominante négative devrait exister entre niveau de diversification et part du capital détenue par le dirigeant. Cette relation suppose que la thèse de la convergence d'intérêt domine et que l'incitation du dirigeant à diversifier son entreprise dans un objectif de protection de son capital *financier* n'est pas forte pour des participations managériales importantes.

Denis, Denis et Sarin (1997, p. 149-150) observent une relation curvilinéaire entre part détenue par le dirigeant et niveau de diversification<sup>1</sup> : le niveau de diversification décroît d'abord avec la participation du dirigeant, puis croît, au-delà d'un seuil non précisé. Leurs résultats, compte-tenu des autres observations<sup>2</sup>, laissent supposer qu'au-delà d'un certain seuil

---

<sup>1</sup> Le niveau de diversification est mesuré par le nombre de segments reportés par l'entreprise.

<sup>2</sup> Leurs résultats indiquent que le coût de la diversification augmente si le dirigeant possède moins de 5 % du capital ou plus de 10 %. Entre 5% et 10%, la diversification ne se révèle pas destructrice de valeur. Ces observations ne sont pas de nature à favoriser la thèse de Morck et al. (1988) pour qui, au-delà d'un certain seuil détenu, la thèse de la convergence domine : les dirigeants gèrent alors dans l'intérêt des actionnaires qui devient le leur et ne devraient pas entreprendre de diversifications destructrices de valeur.

de capital détenu, le dirigeant trouve un intérêt à la diversification qui en outre passe les coûts. Ce pourrait être le besoin de diversifier son engagement financier dans l'entreprise afin d'en réduire le risque. Si les bénéfices de la diversification en terme de diversification de portefeuille sont si importants pour le dirigeant qu'ils contribuent à faire augmenter le niveau de diversification pour d'importantes participations managériales, la forme de la relation postulée dans notre hypothèse n'est pas pertinente, alors qu'elle reste compatible avec un opportunisme managérial. Il convient de vérifier que les avantages en terme de réduction du risque (financier) pour le dirigeant ne sont pas de nature à rendre croissante la relation entre pourcentage de capital détenu et diversification (et diversité) pour de fortes participations. Si la diversification se révèle avoir un impact négatif sur le risque (total ou spécifique) de l'entreprise, le dirigeant préférera alors un niveau de diversité et une diversification lors d'acquisition croissants avec son engagement financier. Une hypothèse alternative à H3, aussi compatible avec l'adoption de comportement opportuniste par le dirigeant, est donc :

**H3'** : Le niveau de diversification de l'entreprise, dans un premier temps décroissant avec la participation managériale (effet convergence d'intérêts et moindre besoin de protection de son capital humain), croît ensuite (effet protection de son capital financier).

Ces hypothèses peuvent être transposées au niveau de la diversification qu'engage une acquisition, dans le cas où une réduction de son risque financier par le dirigeant ne serait pas un motif dictant son comportement. Il ne devrait pas être en mesure d'engager des diversifications pour de faibles participations, cette possibilité lui est ouverte avec une participation plus importante (émancipation face au contrôle des actionnaires). Pour des participations élevées, la diversification perd de son intérêt. En conséquence, une hypothèse complémentaire à H3 est :

**H3b** : La diversification qu'engage une acquisition est liée de façon curvilinéaire au pourcentage de capital détenu par le dirigeant. Dans un premier temps croissante, elle décroît ensuite avec le pourcentage détenu par le dirigeant.

Si le dirigeant est sensible au risque de l'entreprise pour un motif de protection de son capital financier, il cherchera une réduction de ce risque lorsque son engagement dans le

capital est important. Il peut aussi s'enraciner avec son niveau de participation au capital. Si ces effets dominant, la relation change et l'hypothèse qui en découle, H3b' est le corollaire, au niveau des acquisitions, de l'hypothèse H3'.

**H3b'** : La diversification qu'engage une acquisition est d'autant plus importante que l'engagement financier du dirigeant dans le capital de l'entreprise est important.

Il nous faut, pour tester ces hypothèses et interpréter les résultats, considérer la relation entre pourcentage de capital détenu par le dirigeant et le risque de l'entreprise. Comme nous l'avons déjà fait remarquer, le risque que cherche à réduire le dirigeant change de nature avec l'importance de sa participation : pour de faibles participations, c'est un risque lié au capital humain qu'il cherche à réduire, puis s'y substitue un risque financier qui augmente avec sa participation dans le capital. Il n'est donc pas évident qu'une forme précise se dégage dans la relation entre le pourcentage de capital détenu par le dirigeant et le risque de l'entreprise, ou la variation dans ce risque qu'entraîne une acquisition. Néanmoins, si le risque financier importe au dirigeant, on devrait observer, pour des participations importantes, un impact négatif de la participation managériale sur le risque de l'entreprise ou sur la variation de risque qu'entraîne une acquisition.

Lewellen, Loderer et Rosenfeld (1989) réalisent une étude empirique sur la variation du risque des entreprises suite à des acquisitions, en rapport avec le motif managérial avancé par Amihud et Lev (1981). Les acquisitions contribuent à réduire le risque spécifique et total de l'entreprise surtout pour des niveaux « moyens » de participation managériale, c'est-à-dire entre 7% et 23% du capital détenu par le dirigeant. En deçà et au-delà de cette zone de détention du capital, les acquisitions se traduisent le plus souvent par une hausse du risque de l'entreprise. Ils interprètent ces résultats en avançant que les incitations à la réduction du risque de l'entreprise sont contre-balançées, à mesure que la part du dirigeant dans le capital s'accroît, par les gains en capital que leur procurent les acquisitions augmentant le risque, compte-tenu du caractère optionnel des capitaux propres<sup>1</sup>. Leurs résultats confirment que la

---

<sup>1</sup> Rappelons que les capitaux propres de l'entreprise peuvent être vus comme une option d'achat sur les actifs de la firme. En tant que tel, leur valeur augmente avec la volatilité, au détriment des créanciers.

réduction du risque de l'entreprise n'est pas plus importante lorsque la participation managériale est importante.

Les résultats de Lewellen, Loderer et Rosenfeld (1989) ne corroborent pas l'hypothèse d'Amihud et Lev (1981) : la réduction du risque de l'entreprise n'apparaît pas sensible dans les opérations d'acquisitions quel que soit le niveau de participation managérial. Pour compléter nos hypothèses, et vérifier que le motif avancé par Amihud et Lev (1981) peut conduire à un comportement opportuniste, c'est-à-dire se faire au détriment des actionnaires, il nous faut observer l'impact d'une variation de la diversité (et du risque associé) sur la richesse des actionnaires en prenant en compte l'impact de la participation managériale sur la performance.

#### **Motifs managériaux de diversification, part du dirigeant dans le capital et performance**

L'hypothèse d'Amihud et Lev (1981) repose sur une aversion au risque du dirigeant auquel il est particulièrement sensible pour son capital humain, dans une moindre mesure pour son risque financier si son capital engagé est important. Amihud et Lev (1981) considèrent ainsi les orientations stratégiques qu'opèrent les firmes faiblement possédées par leur dirigeant et attribuent, sur la base d'une hypothèse implicite de convergence d'intérêts, ces orientations à une discrétion managériale nuisible aux actionnaires. Notre appréhension de l'opportunisme qui pourrait trouver à s'exprimer à travers une diversification de l'entreprise n'est pas aussi simple.

En premier lieu nous ne retenons pas l'hypothèse d'une nécessaire convergence d'intérêts entre dirigeants et actionnaires à mesure que la participation du dirigeant dans le capital augmente. S'il est raisonnable de penser que le dirigeant limite le coût financier des opérations qu'il engage lorsqu'il en supporte une part importante, sa participation au capital constitue aussi un moyen de s'affranchir du contrôle des actionnaires. Par ailleurs, les coûts et bénéfices que supportent le dirigeant-actionnaire et les actionnaires ne sont pas de même nature.

Si son portefeuille est diversifié, l'actionnaire n'est sensible qu'au couple espérance de rentabilité / risque systématique. Le portefeuille du dirigeant n'est pas parfaitement diversifié si sa participation au capital est importante. Il reste sensible au risque total, donc au risque

spécifique de l'entreprise, même s'il est actionnaire. En réduisant le risque total de l'entreprise, il obtient des bénéfices auxquels sont, a priori, insensibles les actionnaires. C'est sur cet effet que nous avons fondé nos hypothèses H3' et H3b' prédisant une augmentation de la diversité et diversification de l'entreprise pour des participations managériales élevées. Il peut ainsi trouver profitable de ne pas entreprendre le meilleur des projets pour les actionnaires, si un autre projet moins rentable lui offre des compensations en terme de réduction du risque total de l'entreprise. Nous retrouvons un des coûts d'agence décrit par Amihud et Lev (1981), mais ce coût survient non pas pour de faibles participations managériales, mais pour des participations élevées. Certes ce type de coût est limité : il est peu probable que le dirigeant, s'il est fortement impliqué dans le capital, retienne des projets réduisant de façon importante la valeur de marché de l'entreprise. Mais il peut ne pas entreprendre le meilleur des projets anticipés par les actionnaires, ce qui se traduira dans nos mesures ex-ante de performance (cf. section suivante) et nous conduira à relever un opportunisme managérial. Il convient donc de retenir que valeur de l'entreprise appréhendée par le dirigeant et valeur de l'entreprise appréhendée par les actionnaires ne se recouvrent pas totalement si le premier est fortement impliqué au capital. Ainsi des comportements jugés opportunistes selon notre approche peuvent être observés aussi bien pour de faibles participations du dirigeant au capital que pour des participations non négligeables, en particulier si un besoin de protection de son capital financier par le dirigeant devient sensible pour des participations élevées.

En nous fondant sur ce développement, nous posons des hypothèses sur la relation entre participation du dirigeant au capital et performance qui sont cohérentes avec les hypothèses alternatives sur le lien entre diversification et structure de propriété et devraient nous permettre d'isoler les symptômes d'un comportement opportuniste du dirigeant.

Selon l'hypothèse H3, la relation entre diversification et part du capital détenu par le dirigeant est négative et linéaire. Une hypothèse compatible avec H3 est que la performance de l'entreprise est positivement associée avec la part de capital que détient le dirigeant.

**H4** : Un lien positif entre part du dirigeant et performance de l'entreprise peut être mis en évidence. Cette hypothèse confirme la présence d'un opportunisme managérial par diversification si l'hypothèse H3 est corroborée.

Cette hypothèse peut être transposée au cas des acquisitions. Un lien positif entre performance des acquisitions et part détenue par le dirigeant devant alors voir le jour.

**H4b** : Un lien positif entre part du dirigeant et performance lors d'acquisition devrait voir le jour. Cette hypothèse confirme la présence d'un opportunisme managérial par diversification si H3b est corroborée.

Selon notre hypothèse H3', la relation entre diversification et part détenue par le dirigeant n'est pas linéaire. Dans un premier temps, les besoins de diversification se réduisent avec la part du capital détenu, alors que dans le même temps les coûts supportés par le dirigeant augmentent. La relation est donc négative. Néanmoins, au-delà d'un seuil de détention assez élevé, le dirigeant cherche à protéger son capital financier, la relation devenant de nouveau croissante. Remarquons que pour des participations élevées le dirigeant sera en partie dissuadé d'entreprendre une diversification et des acquisitions trop destructrices de valeur. En conséquence, la présence d'un comportement opportuniste par diversification devrait se traduire par une relation croissante à coefficient décroissant entre part détenue par le dirigeant et performance, la relation pouvant même devenir légèrement négative pour des participations élevées dans le cas des acquisitions. Nous posons donc des hypothèses qui, si elles sont corroborées conjointement aux hypothèses H3' et H3b', attesteront de la présence d'un comportement opportuniste du dirigeant.

**H4'** : La relation entre performance et part du capital détenu par le dirigeant est croissante à coefficient décroissant, un point de retournement pouvant même intervenir.

Notre hypothèse H3b' prévoit que le dirigeant entreprendra des acquisitions contribuant à réduire le risque de l'entreprise pour des participations importantes et que le pourcentage de capital lui offre la liberté d'entreprendre des acquisitions de diversification (enracinement). En

conséquence, la tendance à la diversification qu'engage une acquisition augmente en moyenne avec la part détenue par le dirigeant et reste élevée pour d'importantes participations managériales. Puisqu'il est probable que le dirigeant limitera les pertes pour des participations importantes (meilleures diversifications), une relation entre performance et part du dirigeant compatible avec cette hypothèse est que la performance des acquisitions suit une courbe similaire à celle observée pour la performance des entreprises.

**H4b'** : La relation entre performance lors d'acquisition et part détenue par le dirigeant est positive mais son coefficient est décroissant et peut devenir négatif pour d'importante participation managériale.

La relation négative qui pourrait intervenir dans le cadre de nos hypothèses H4' et H4b' est liée à la réduction de son risque financier par le dirigeant. Si la réduction du risque de l'entreprise est un motif d'acquisition diversifiante par le dirigeant, la variation du risque de l'entreprise devrait affecter négativement la performance des acquisitions. Une corroboration de L'hypothèse H4b'' confirmerait que la réduction de son risque par le dirigeant contribue à réduire la performance pour les actionnaires et serait compatible avec les hypothèses H3b' et H4b'.

**H4b''** : Une réduction du risque de l'entreprise lors d'une acquisition est associée à une baisse de sa performance pour les actionnaires.

Nous concluons en rappelant que l'aversion au risque du dirigeant n'est pas forcément stable. Toutes les hypothèses qui font appel à l'aversion au risque du dirigeant pour justifier d'un opportunisme du dirigeant par diversification devraient être plus facilement corroborées pour les entreprises initialement performantes.

Il est clair que les hypothèses posées ne sont pas indépendantes. Nous avons posé des hypothèses sur les formes des relations entre diversification et performance, part du capital et diversification, et, part du capital et performance. Pour trouver les traces d'un comportement opportuniste, il ne suffit pas qu'une de nos hypothèses soit corroborée, il faut surtout que les hypothèses, prises ensemble, soient cohérentes et révélatrices d'un comportement opportuniste. L'enchaînement de résultats qui conduirait le plus simplement à déceler un

comportement opportuniste est le suivant : la diversification exerce un impact négatif sur la performance, la part du dirigeant dans le capital limite la diversification, elle est associée à une hausse de la performance. Nos hypothèses vont au-delà de ce simple enchaînement en prenant en compte l'impact des motifs managériaux, particulièrement ceux liés au risque, sur la forme des relations. La corroboration d'un ensemble d'hypothèses cohérentes est donc loin d'être acquise, d'autant que des mécanismes de contrôle interviennent qui peuvent limiter les comportements opportunistes et compliquent encore l'analyse.

### ***1.1.2.2 Autres composantes de la structure de propriété, diversification et valeur***

Les autres composantes de la structure de propriété reflètent le contrôle qui s'exerce sur le dirigeant. L'analyse du chapitre 8 nous conduit à formuler des hypothèses liant ces composantes de la structure de propriété à la performance de l'entreprise mais aussi, de façon liée, au type de stratégie qu'elles sont susceptibles de favoriser.

#### **Influences de l'actionnariat non représenté au conseil**

Partant d'une situation où le dirigeant serait confronté à un actionnariat dissimulé, une concentration des actionnaires va augmenter le poids du contrôle qui pèse sur lui. Ce contrôle est de type financier. Une concentration de l'actionnariat externe entraîne des conséquences pour la performance et la diversification :

- incitant les actionnaires à exercer un meilleur contrôle du dirigeant, et pouvant faciliter d'autres mécanismes de contrôle, en particulier les prises de contrôle, elle devrait exercer un impact positif sur la performance des entreprises.
- exerçant un contrôle financier et pouvant favoriser l'adoption de contrôle de type financier au sein de l'entreprise, elle augmente le risque d'emploi du dirigeant et devrait l'inciter à diversifier son entreprise.

Ces effets sont a priori contradictoires si la diversification exerce un impact négatif sur la performance. Mais nous avons vu suivant les modèles de Diamond et Verrechia (1982) ou de Aron (1988) qu'un équilibre peut voir le jour. Les actionnaires, ne disposant pas d'une bonne observabilité des actes des dirigeants, le laisseraient entreprendre une diversification

tant que les coûts qu'elle induit ne dépassent pas la rémunération qu'exigerait le dirigeant pour accepter le risque supporté (Diamond et Verrechia, 1982). La diversification pourrait par ailleurs améliorer l'observabilité des actes du dirigeant par ces actionnaires (Aron, 1988). La concentration de l'actionnariat externe devrait donc favoriser une diversification si elle est faiblement destructrice de valeur.

Ces effets peuvent être tempérés (cf chap. 8, § 2.2.1) mais ils constituent les traits dominants de l'actionnariat « externe ». Nous en tirons deux hypothèses.

**H5** : La concentration de l'actionnariat non représenté au conseil d'administration est positivement associée à la diversité de l'entreprise, elle est favorable à une diversification lors d'acquisition.

L'association de la concentration de l'actionnariat avec le niveau de diversité de l'entreprise devrait être relativement faible. En effet, un niveau de diversification est le résultat d'un développement antérieur, il dépend du passé et varie rarement brutalement, tandis que l'actionnariat externe est plus volatile. L'association avec la diversification engagée lors d'une acquisition devrait être plus sensible. Ici encore, l'aversion au risque du dirigeant devrait intervenir. Si le dirigeant est moins averse au risque dans les firmes faiblement performantes (cf. chap. 8, § 1.2.3), il est moins sensible à la concentration de l'actionnariat ce qui devrait affaiblir la relation prédite.

**H6** : Une concentration de l'actionnariat externe exerce une influence positive sur la performance de l'entreprise. Cet effet devrait se retrouver au niveau des acquisitions.

Cette hypothèse générale peut être contestée dans le cas des acquisitions. Si un actionnariat externe est favorable à une diversification lors d'acquisitions, il devrait tolérer des acquisitions peu performantes. Il est donc possible que notre hypothèse ne tienne que pour les acquisitions qui ne contribuent pas à diversifier l'entreprise, ces dernières ne renvoyant pas aux mécanismes décrits par Diamond et Verrechia (1982) ou Aron (1988).

#### **Influences de l'actionnariat représenté au conseil**

Un poids important de l'actionnariat représenté au conseil augmente la probabilité que

le dirigeant ne soit pas uniquement évalué sur la base de contrôle de type financier. Un contrôle de type stratégique est plus à même de voir le jour dans ce cadre, réduisant le risque auquel fait face le dirigeant et diminuant sa propension à diversifier son entreprise. Dans le même temps, un contrôle de type stratégique devrait réduire l'étendue des options de diversification offertes aux dirigeants : la tendance stratégique engagée par le dirigeant devra être justifiée auprès des administrateurs, non seulement sur la base de critères financiers, mais aussi en cohérence avec les activités existantes de l'entreprise. Une concentration de cette actionnariat devrait donc être favorable à une diversification de nature liée.

Nous avons argué (chap. 8) que le contrôle mis en œuvre par les actionnaires administrateur est susceptible de laisser plus de marges de manœuvre au dirigeant vis-à-vis de la performance financière de son entreprise et des acquisitions entreprises. Ceci provient non seulement du fait que les critères financiers ne sont pas les seuls utilisés, mais aussi de la diversité des intérêts représentés et critères utilisés qui nuisent à l'établissement d'un consensus des administrateurs sur leur jugement du dirigeant. Le dirigeant peut instrumentaliser les intérêts et s'affranchir partiellement des contrôles. Un pourcentage important de capital détenu ou représenté par les administrateurs ne garantit donc pas, a priori, une bonne performance (surtout à court terme) pour les actionnaires.

Cette analyse théorique ne tient pas compte de la nature des administrateurs et des typologies de conseil et de contrôle observable dans la réalité. Il est ainsi possible que l'observation d'un actionnariat concentré dans les mains d'un administrateur dans une entreprise soit dû à un contrôle de cette entreprise par une autre. Dans ce cas, les critères d'appréciation du dirigeant ne seront pas multiples comme nous l'avons avancé. Nous avons donc tenté de distinguer la part détenue ou représentée par les administrateurs suivant les liens qu'ils entretiennent avec le dirigeant (cf. chap. 8, §2.2.2).

Nous posons dans un premier temps des hypothèses ne distinguant pas les différents administrateurs suivant leur proximité vis-à-vis du dirigeant. Elles sont ensuite amendées.

**H7** : La concentration de l'actionnariat présent ou représenté au conseil d'administration favorise une diversification de nature liée. Elle exerce un impact négatif sur la diversification non liée, que celle-ci soit mesurée au niveau de l'entreprise ou lors d'acquisitions

Cette hypothèse est peu sensible à la nature des administrateurs. Elle devrait être observable quelles que soient les variables de mesure de concentration de l'actionnariat « interne » retenues. L'hypothèse suivante est plus contestable elle sera amendée.

**H8** : La concentration de l'actionnariat présent ou représenté au conseil n'a pas d'influence, ou une influence négative, sur la performance. Ceci se vérifie autant au niveau des entreprises qu'au niveau des acquisitions.

Cette hypothèse, même si elle est très large, est caricaturale dans la mesure où la concentration de l'actionnariat présent au conseil n'est pas homogène et renvoie dans la réalité à des situations très contrastées. Nous nous sommes proposés au chapitre 8 de distinguer entre les administrateurs, suivant leur proximité avec le dirigeant. Sans prétendre surmonter tous les obstacles auxquels se heurte notre hypothèse, la distinction entre ces types d'actionnariat présent au conseil, doit nous permettre d'aboutir à des hypothèses mettant plus finement en évidence l'effet des mécanismes de contrôle et tenant compte de la diversité des situations observables.

La mesure des variables de concentration de l'actionnariat interne, qui distingue entre « administrateurs liés au dirigeant » et « administrateurs non liés » au dirigeant est développée dans la section suivante. Signalons simplement que la participation des administrateurs « liés au dirigeant » intègre la part du capital contrôlée, mais non forcément possédée, par le dirigeant si l'entreprise étudiée est contrôlée par une autre que dirige le dirigeant. La classification des administrateurs selon leur proximité avec le dirigeant permet donc de dépasser le problème que pose la mesure de concentration de l'actionnariat interne lorsque l'entreprise étudiée est contrôlée par une autre. Dans le cas d'une entreprise contrôlée (plus de 40% du capital détenu par une autre en général), le dirigeant de la maison mère est considéré. La part du capital détenue par la maison mère est classée en participation liée au dirigeant, elle constitue un levier d'enracinement possible pour le dirigeant dans sa filiale et non un moyen

de contrôle. La part des administrateurs non liés reprend le solde, elle peut être substituée à la concentration de l'actionnariat interne évoquée dans l'hypothèse H8.

**H8'** : La part détenue ou représenté par les administrateurs *non liés* au dirigeant n'exerce pas d'effet sur la performance de l'entreprise.

**H9** : La part représentée par les administrateurs liés au dirigeant, vecteur d'enracinement pour ce dernier, exerce un impact négatif sur la performance.

Nous pourrions aussi considérer, au niveau des tests empiriques, le rapport entre participation liée au dirigeant et participation non liée. Plus ce rapport est élevé, plus le dirigeant bénéficie d'une discrétion managériale importante, plus il est faible, plus les administrateurs non liés devraient exercer un contrôle sur le dirigeant.

## **Synthèse et conclusion**

L'énoncé des différentes hypothèses laisse clairement apparaître que la thèse générale d'un opportunisme managérial par diversification ne se réduit pas facilement à une hypothèse directement testable. Un ensemble complexe d'interactions entre les conséquences prévisibles d'un opportunisme par diversification doit être envisagé. Chacune des hypothèses posées dans les lignes précédentes a déjà fait l'objet de tests séparés. Denis et al. (1997) en particulier ont déjà testé, en prédisant des formes légèrement différentes, les relations proposées entre nos variables centrales (part du dirigeant, diversification, performance). Nous testerons dans le chapitre suivant chacune des hypothèses selon l'approche classique, c'est-à-dire à partir de simples régressions ou comparaisons de variables et en traitant chaque relation l'une après l'autre. Mais le but n'en est pas tant de conclure à un opportunisme managérial que de constater les lacunes et insuffisances de ces approches classiques :

- à chaque étape de la procédure méthodologique, un effort d'interprétation doit être fourni, qui débouche sur de nouvelles questions ;
- les hypothèses spécifient un sens de causalité a priori dans les relations. Ceci

entraîne d'importantes conséquences quant à la justesse des résultats et surtout lors de leur interprétation. Quand bien-même nous corroborerions un ensemble d'hypothèses cohérentes entre elles attestant d'un opportunisme managérial, encore faudrait-il que nous ne nous fondions pas sur des résultats des tests non valides ou mal interprétés ;

- cette approche séquentielle du problème, où chaque relation est envisagée indépendamment des autres, le lien entre elles n'étant réalisé que lors de l'interprétation, pose un problème par rapport à l'objet d'étude. Lorsque le dirigeant entreprend une diversification, il tient certainement simultanément compte de sa participation au capital et de la performance anticipée de l'opération ou de l'entreprise. Aussi ces éléments doivent-ils être considérés comme étant en interaction simultanée.

La prochaine sous section développe les problèmes posés par une approche classique du phénomène et propose, pour y remédier, un modèle où diversification, performance et structure de propriété sont envisagées simultanément.

## **1.2 Une prise en compte simultanée de la diversification, la part du dirigeant, et la performance de l'entreprise**

Les problèmes posés par l'approche et les méthodologies classiques sont exposés dans un premier temps (1.2.1). Le traitement de nos relations à travers un modèle d'équations simultanées devrait permettre de les surmonter (1.2.2).

### **1.2.1 Problèmes spécifiques à l'approche classique**

Un problème fondamental de l'approche classique développée dans la recherche d'un comportement opportuniste du dirigeant concerne les sens de causalité qui sont spécifiés a priori entre les variables. Ceci est souvent le cas, nous l'avons déjà souligné, dans les relations entre diversification et performance, et entre structure de propriété et performance. Or, le sens de causalité spécifié influence non seulement les résultats des tests menés, donc les inférences

qui en sont tirés, mais surtout, il constitue un a priori lourd de conséquences dans la mise en évidence d'un comportement opportuniste (1.2.1.1). Envisager les relations de façon indépendante conduit à multiplier les interprétations de résultats intermédiaires. Cet inconvénient ne constitue pas en soi une limite aux approches traditionnelles. Il le devient dans la mesure où l'étude séparée de phénomènes structurellement liés peut conduire à des estimations biaisées des paramètres obtenus (coefficient de régression principalement) et conduire à des interprétations de résultats erronés (1.2.1.2).

### ***1.2.1.1 Une possible non-récurtivité dans les relations***

Nous avons déjà discuté du sens de causalité dans la relation entre diversification et performance. Plusieurs arguments avancés dans cette thèse plaident en faveur d'une causalité allant de la performance à la diversification (cf. § 1.1.1.1 de ce chapitre). Les études du lien entre diversification et performance (cf. annexe 1) ont rarement, compte-tenu de leur point de vue théorique, traité cette question de façon empirique. Elle est pourtant essentielle pour notre objet, dans la mesure où une causalité allant de la performance à la diversification laisserait peu de place à un comportement opportuniste du dirigeant. Si une performance faible est le facteur causal de la diversification sans que la relation inverse se vérifie, il est difficile d'imaginer que le dirigeant adopte, en moyenne, un comportement opportuniste lors d'acquisitions. Au contraire, en réalisant une diversification supplémentaire, le dirigeant cherche à se dégager d'une situation qui lui est défavorable. Il ne dispose alors que de peu de marges de manœuvre pour agir contre l'intérêt des actionnaires.

Le sens de causalité entre part du dirigeant dans le capital et performance mérite aussi qu'on s'y arrête. Les arguments théoriques en faveur d'un sens de causalité allant de la performance à la part de capital détenue par le dirigeant sont maigres. Loderer et Martin (1997) ou Cho (1998) n'apportent pas d'arguments théoriques convaincants en faveur de cette thèse, mais la traitent en rapport avec sa portée pratique (débat sur les stock-options, les privatisations...). Nous avons vu que les études sur le lien entre part détenue par le dirigeant et performance de l'entreprise stipulant un sens de causalité allant de la participation managériale à la performance conduisent à des résultats variés. La relation inverse est envisageable : les dirigeants possèdent une part plus importante dans le capital de leur

entreprise parce que cette dernière possède de bonnes perspectives. La part détenue par le dirigeant dans le capital d'une entreprise pourrait, par exemple, être directement liée à son stade de développement. Les entreprises qui entrent sur le marché boursier sont, en général, caractérisées par une participation managériale significative (hors sorties de LBO) et par de bonnes perspectives de croissance et un niveau de performance acceptable. Au fur et à mesure que ces perspectives s'épuisent, le dirigeant ferait diminuer sa participation ou serait obligé de l'abaisser compte-tenu des levées successives de capitaux. Les causes profondes d'un tel phénomène dépassent le cadre de la thèse. Nous ne spécifierons pas de sens de causalité a priori entre participation managériale et performance dans notre modèle pour deux raisons : d'une part, à notre connaissance, ce test n'a jamais été effectué sur le marché français, d'autre part la mise en évidence d'un sens de causalité inverse à celui souvent postulé nous obligerait à reconsidérer l'interprétation de nos hypothèses.

Si la détermination de la participation du dirigeant par la performance est plus forte que la relation inverse, nos hypothèses, fondées implicitement sur un rôle d'incitation et/ou d'enracinement de la participation, permettent toutefois de conclure à l'existence d'un comportement opportuniste du dirigeant par diversification. Certes, dans l'élaboration de nos hypothèses sur les relations entre part du dirigeant, diversification et performance, nous nous sommes fondés sur le caractère incitatif de cette participation. Or, si la causalité est inversée, la participation du dirigeant au capital ne recouvre plus un caractère incitatif, elle s'interprète plutôt comme une « récompense » (Kole 1994, Loderer et Martin, 1997) ou un « évitement de pertes » que se concède le dirigeant. Il reste que cet effet, s'il est couplé à un effet négatif de la diversification sur la performance, et s'il s'accompagne d'un lien à dominante négative entre participation du dirigeant et diversification, offrira des signes forts d'un opportunisme managérial. Le dirigeant diversifiera l'entreprise en infligeant un coût aux actionnaires et en limitant sa perte personnelle par un moindre engagement au capital. Si c'est la performance qui guide la diversification, nous ne pouvons pas conclure à un opportunisme managérial. Le dirigeant apparaît alors comme « totalement » (dans notre modèle) déterminé par la performance de son entreprise, elle-même déterminée par des facteurs exogènes. Il n'y a pas de place pour un opportunisme managérial par diversification.

Enfin, la diversification pourrait aussi influencer la participation managériale. Dans

une entreprise largement diversifiée, les dirigeants disposent, toutes choses égales par ailleurs, d'une possibilité d'investir dans le capital de leur entreprise en encourant de moindres risques que dans une petite entreprise (en supposant que la diversification réduise le risque de l'entreprise). Nous n'avons néanmoins pas retenu le double sens de causalité avec cette variable. Trois raisons justifient ce choix : la faiblesse, voire l'inexistence, d'arguments théoriques en faveur de cette thèse ; l'incompatibilité de cette éventualité avec l'objet de la recherche (la recherche de comportement opportuniste du dirigeant par diversification) ; enfin des considérations plus prosaïques liées aux conditions de l'estimation des modèles (celui-ci doit être identifié pour être estimé, ce qui limite le nombre de relations non récursives envisageables<sup>1</sup>, cf. sous section suivante).

Précisons que le terme de causalité que nous utilisons désigne le pouvoir de détermination d'une variable par une autre dans un modèle d'équations simultanées. Si deux variables A et B s'influencent réciproquement, nous dirons que A est cause de B si elle détermine plus fortement (probablement) B que B ne la détermine elle-même. Les conceptions de la causalité sont multiples et complexes au niveau conceptuel comme au niveau empirique<sup>2</sup>. Nous aurions aussi pu recourir à une causalité en terme d'antériorité, en multipliant les variables prises à des dates différentes. Mais nous nous sommes alors heurtés à des problèmes de données limitant la taille de l'échantillon, et nous pensons que le dirigeant, s'il entreprend une diversification dans son intérêt et contre celui des actionnaires prendra simultanément en compte le niveau de diversification de l'entreprise, sa participation dans le capital et la performance anticipée.

Diversification, performance et structure de propriété s'influencent mutuellement, mais aussi simultanément. Ceci constitue une limite supplémentaire pour les approches classiques qui ne considèrent les relations que successivement. Ces approches classiques, en

---

<sup>1</sup> Un modèle non récursif dans lequel chaque variable endogène a un effet sur toutes les autres variables endogènes est dit « complet », il n'est pas estimable empiriquement. Cf. W. D. Berry, Sage University Paper, series : quantitative applications in the social sciences, n°37.

<sup>2</sup> Pour une discussion sur les conceptions et l'utilité du concept de causalité en économie, le lecteur pourra se reporter à B. Paulré, *La causalité en économie : signification et portée de la modélisation structurelle*, Presses Universitaires de Lyon, 1985.

ne considérant pas les relations non récursives qui peuvent voir le jour et en ne prenant pas simultanément en compte les variables et leurs liens structurels sont donc mal adaptées à l'objet de l'étude. Elles peuvent conduire à des estimations biaisées comme nous en discutons dans le paragraphe suivant.

### ***1.2.1.2 Une mauvaise appréhension du phénomène et des coefficients estimés biaisés***

Lorsque le dirigeant entreprend une acquisition, il tiendra simultanément compte de la performance anticipée de celle-ci, en ce qu'elle détermine le jugement qui sera porté sur sa gestion, et de la part qu'il possède dans le capital, car elle influence les gains (financiers) personnels qu'il en tire et sa marge de discrétion. Les interactions entre ces trois variables sont donc nombreuses : la participation du dirigeant au capital est censée influencer le niveau et la tendance à la diversification en même temps que la performance de l'entreprise. La performance de l'entreprise ou de ces acquisitions peut, réciproquement, influencer la part que détient le dirigeant dans le capital et sa diversification. Enfin, la diversification influence aussi la performance de l'entreprise.

Les méthodologies utilisées dans l'approche classique ont principalement recours aux méthodes de régressions par les moindres carrés ordinaires. Or, ces méthodes ne permettent pas de prendre en compte les nombreuses interactions supposées entre ces variables. Si nous tentons de prendre en compte leurs interactions en multipliant le nombre de régressions et en intégrant, en variables explicatives, des variables qui s'expliquent mutuellement, nous utilisons un modèle mal spécifié qui conduit à des estimations biaisées des paramètres. Ceci provient de la violation d'une hypothèse fondamentale des modèles récursifs (et de la méthode des moindres carrés ordinaires). Dans ces derniers, les variables explicatives sont supposées non corrélées aux résidus de la régression de la variable expliquée. Si la variable expliquée détermine réciproquement cette variable explicative, l'hypothèse n'est pas respectée et les coefficients obtenus ne peuvent donner lieu à des inférences fiables.

Dans notre cas, par exemple, diversification et performance s'expliquant mutuellement, nous ne pouvons recourir à une simple régression de l'une des variables sur l'autre sans risquer de fonder notre interprétation sur des résultats (coefficients) erronés. Le

risque d'erreur n'est pas négligeable : Loderer et Martin (1997) dans leur étude de la relation entre participation managériale et performance d'acquisitions observent que la part du dirigeant influence faiblement mais positivement la performance en ayant recours à la méthodologie classiquement utilisée. Lorsque est prise en compte la dépendance mutuelle entre ces variables, non seulement la performance influence aussi réciproquement (tout aussi faiblement) la part détenue par le dirigeant, mais surtout l'impact estimé de la participation managériale sur la performance devient négatif et plus significatif.

Avec les multiples interactions qui caractérisent, selon notre analyse, les variables étudiées, il est nécessaire de reconsidérer les résultats obtenus antérieurement. Denis et al. (1997) en particulier ont étudié les relations entre trois variables (structure de propriété, diversification, performance) proches des nôtres<sup>1</sup>. Ils obtiennent des résultats laissant entrevoir un opportunisme managérial. Néanmoins, en multipliant les régressions et leur interprétation, nous multiplions le risque de méprises et de conclusions erronées. Nous reconsidérons donc les résultats obtenus avec les méthodes classiques, mal spécifiées et ne permettant pas de prendre en compte la complexité du phénomène, sinon au niveau de l'interprétation, en proposant un modèle d'équation simultanées.

### **1.2.2 Analyse simultanée des relations entre diversification, performance et structure de propriété du capital**

Nous avons étudié de façon relativement indépendante les liens diversification/performance puis ceux entre structure du capital et diversification et entre structure du capital et performance. Or il nous semble que ces éléments sont en interrelation et doivent être pris en compte simultanément. Pour approfondir l'analyse et nous assurer que les résultats observés ne sont pas la conséquence d'une mauvaise spécification des modèles de régression classiques, nous soumettons nos données à des modèles d'équations simultanées. La meilleure spécification de ces modèles devrait nous conduire à des résultats et une interprétation plus

---

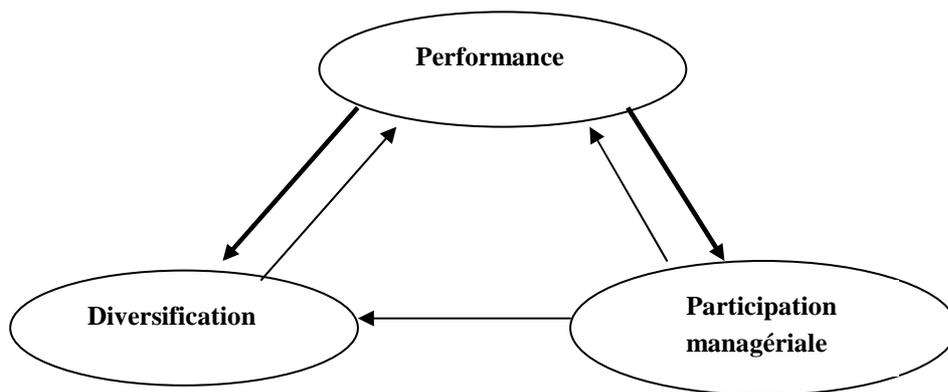
<sup>1</sup> Leur variable « structure de propriété » reprend la participation de l'ensemble des membres du conseil et non celle du seul dirigeant, leurs variables de diversification sont aussi fondées sur un calcul d'indices ou de nombre de secteurs SIC (mais ne distinguent pas entre diversification liée ou non), leur variable de performance est un dérivé du Q de Tobin. Ils calculent aussi un coût imputable à la diversification qu'ils régressent sur les variables de structure de propriété.

juste des liens qu'entretiennent diversification, performance et part du dirigeant dans le capital. Nous présentons dans un premier temps le cœur du modèle (1.2.2.1) en référence aux hypothèses posées avant d'étudier la procédure d'estimation utilisée (1.2.2.2).

### 1.2.2.1 Le cœur du modèle

Compte-tenu des développements précédents, les liens entre variables centrales dans l'analyse peuvent être représentés comme suit :

*Figure 10 Relations entre diversification, performance et structure de propriété: le cœur du modèle*



Légende : En flèches plus marquées figurent les relations de causalité non envisagées dans les approches classiques.

Ces variables constituent les variables endogènes du modèle, elles entretiennent entre elles des relations non récursives et sont expliquées par d'autres variables (exogènes) qui seront présentées dans la section suivante.

La construction de notre corps d'hypothèses repose principalement sur les liens qu'entretiennent ces variables. Les hypothèses posées ont tenté, dans la mesure du possible, de prendre en compte les interactions existant théoriquement entre ces variables sans toutefois prendre en compte la non-récursivité des relations. Elles restent valables, dans l'objectif de

mise en évidence d'un comportement opportuniste, si la notion de causalité est supprimée<sup>1</sup>. Un opportunisme managérial sera suspecté si : une *relation* positive domine entre participation managériale et performance ; une *relation* négative domine entre participation managériale et diversification et si la diversification *exerce une influence* négative sur la performance. Les caractères italiques de la dernière proposition soulignent que si la faible performance détermine la diversification plus qu'elle n'est déterminée par elle, un comportement opportuniste sera moins probable. La diversification n'apparaîtra alors pas comme l'élément causal de la (faible) performance de l'actionnaire. Quand bien même le dirigeant satisferait ses propres objectifs à travers cette stratégie, nous ne pourrions alors affirmer qu'il le fait contre l'intérêt des actionnaires. Conclure à une manifestation opportuniste par diversification se révélerait difficile.

Le grand éventail des formes possibles dans les relations, les multiples causalités envisagée confèrent une grande importance à l'estimation du modèle. Notre interprétation des résultats et la reconsidération de ceux préalablement obtenus dépendra des résultats obtenus avec ce modèle. Nous avons eu recours aux techniques d'estimations utilisées par des chercheurs s'intéressant à des questions proches de la notre (Loderer et Martin, 1997 ; Cho, 1998).

### ***1.2.2.2 Méthodes d'estimation***

Notre modèle ne recourt pas à des variables latentes (inobservables) construites pour les besoins de l'étude. Godard par exemple (1996), dans une étude des liens entre conseil d'administration et stratégie, construit un modèle structurel où des variables inobservables, tel le type de contrôle exercé par le conseil, sont construites à partir d'autres variables observables. Ceci permet, à travers certains logiciels (LISREL dans son ancienne version, AMOS dans la nouvelle), de prendre en compte l'erreur de mesure réalisée sur ces variables construites. Nous n'avons pas opté pour cette solution. Nous prenons nos variables pour ce qu'elles sont : la variable « participation du dirigeant au capital » ne représente qu'elle-même

---

<sup>1</sup> Nous avons d'ailleurs, dans la plupart de nos hypothèses, fait appel à la notion d'association entre variables plutôt qu'à celle d'effet ou d'impact qui renvoie à une causalité (sauf pour les hypothèses H1 concernant la diversification et la performance).

dans notre modèle. Les indices d'entropie représentent la diversification. L'apparente objectivité de nos mesures ne doit cependant pas laisser penser que cette option méthodologique est supérieure à celles des modèles d'équations structurelles avec variables latentes. Les avantages de l'objectivité des mesures ne font que reporter le problème. Dans le cas de variables inobservables, la définition des variables est critiquable, mais, une fois ces variables admises, l'interprétation des résultats est relativement aisée, plus « objective ». Avec des variables observables uniquement, les résultats obtenus doivent être interprétés à l'aune du sens qui est prêté à ces variables, ces variables sont en outre supposées ne pas comporter d'erreurs de mesure. Notre choix se justifie par la viabilité unanimement reconnue des modèles d'équations simultanées (sans variables inobservables) (souvent utilisés en économie), et parce qu'il permet, avec des techniques déjà éprouvées, de reconsidérer des résultats déjà obtenus avec des variables similaires selon des techniques plus classiques en gestion.

Certaines contraintes pèsent sur l'estimation des modèles d'équations simultanées. Nous avons déjà souligné que le nombre de relations non récursives doit être limité pour que le modèle soit estimable empiriquement. Ce problème renvoie à celui de l'identification des modèles d'équations. Nos modèles, compte-tenu du nombre de variables exogènes intégrées (cf. section suivante), n'ont pas rencontré de problème de sous-identification, ils sont même systématiquement sur-identifiés<sup>1</sup>. Une sur-identification impose des contraintes sur la méthode d'estimation à retenir.

Différentes méthodes sont disponibles pour estimer les paramètres (cf. note de bas de page). Nous avons opté pour les méthodes les plus couramment employées et disponibles sur le logiciel E-Views : la méthode selon les doubles et triples moindres carrés. La méthode des doubles moindres carrés est celle employée par Loderer et Martin (1997) et Cho (1998). Les doubles moindres carrés présentent l'avantage d'être moins sensibles aux erreurs de spécification des modèles que la méthode de moindres carrés « en trois temps ». En

---

<sup>1</sup> Pour des développements et un algorithme simple de test de l'identification d'un système d'équations simultanées définissant un modèle non-récursif, nous renvoyons le lecteur à W. D. Berry, *Non recursive causal models*, SAGE University Paper, Series : Qualitative applications in the Social Sciences, n°37. Le petit ouvrage de Asher dans la même collection (*Causal modeling*, Sage paper n°3) est aussi instructif sur le sujet.

contrepartie, les coefficients obtenus seront moins significatifs.

Ayant présenté nos hypothèses et notre démarche méthodologique, il nous reste à présenter le cadre empirique retenu et les variables employées dans les tests.

## **SECTION 2 : Cadre empirique, données et variables**

Le cadre empirique choisi est celui d'acquisitions réalisées par des firmes françaises cotées sur la période 1991-1997. Ce cadre s'avère particulièrement adapté à l'objet de l'étude. D'une part, nous avons vu que depuis le milieu des années 1980 ces opérations de croissance externe sont devenues un vecteur important de la croissance des firmes (cf. chapitre 3, section 2). D'autre part, les acquisitions nécessitent un engagement fort du dirigeant (prospection, négociations) où trouve à s'exercer son éventuel comportement opportuniste (Shleifer et Vishny, 1988 ; Loderer et Martin, 1997). Ces opérations nous permettent aussi de porter un jugement ou d'appliquer une mesure de la stratégie suivie (diversification ou spécialisation). Enfin, elles permettent d'apprécier la performance de l'opération du point de vue des actionnaires, à travers l'étude classique des rentabilités anormales à la date d'annonce de l'événement. Dans un but de comparaison avec les études antérieures, mais aussi afin d'enrichir l'interprétation des résultats nous menons aussi les tests avec une approximation du  $q$  de Tobin, variable largement utilisée dans les autres études. Nous observons alors la performance de l'entreprise en général et non celle de l'opération particulière que constitue l'acquisition.

Nous présentons dans un premier temps nos données et leurs sources (2.1), avant de décrire les variables qui seront utilisées dans les tests (2.2).

### **2.1 Sources d'information et Données**

La présentation des données impose de commencer par l'étape initiale : la sélection des entreprises étudiées. Nous avons sélectionné les entreprises ayant effectué au moins une

acquisition remplissant certains critères sur la période 1991-1997 (§ 2.1.1). Des données de différentes sources ont ensuite été collectées pour ces entreprises autour des dates d'acquisitions (§2.1.2).

### **2.1.1 Les acquisitions et entreprises concernées**

Il s'agit indifféremment d'offres publiques (achat, échange, mixte) ou d'acquisitions de sociétés françaises ou étrangères par des entreprises françaises cotées (64% au règlement mensuel, 26% sur le second marché, 10% au comptant). La période couverte va de 1991 à 1997.

Les offres publiques ont été recensées par consultation des notes d'informations auprès de la COB (Commission des Opérations de Bourse) après nous être assurés de leur réussite dans « l'année boursière » correspondante. N'ont été prises en compte que les opérations qui correspondaient à une réelle prise de contrôle ou qui augmentaient de façon significative, i.e. au-delà de 50%, le contrôle de l'acquéreur sur la cible. Le taux maximal de contrôle de l'acquéreur sur la cible avant l'acquisition a été fixé à 70%. On évite ainsi de prendre en compte des opérations qui ne correspondraient qu'à une restructuration interne à un groupe. Par ailleurs, les motifs des acquéreurs ont été consultés dans les notes d'information de la COB afin de nous assurer que ces opérations internes sont exclues de l'échantillon. La taille de la cible doit représenter au moins 5% du chiffre d'affaires de l'acquéreur pour que l'opération soit jugée suffisamment importante. Ce critère de taille se justifie tant du point de vue de notre mesure de performance (les rentabilités anormales) que de la mesure de l'évolution stratégique. Des opérations trop petites ne nous auraient pas permis de constater une évolution stratégique sensible, ni de mesurer la performance de l'opération. Au total, nous obtenons 60 offres publiques intégrables dans notre échantillon sur un total de 136 offres publiques relevées sur la période 1991-1997.

Les acquisitions de firmes de gré à gré ont été relevées sur la période 1990-1996 par consultation du magazine « Fusions et Acquisitions » qui recense l'ensemble des opérations d'acquisitions mois par mois. N'ont été retenues que celles qui représentent une hausse du chiffre d'affaires d'au moins 5% pour l'acquéreur. On obtient ainsi environ 130 acquisitions,

mais la disponibilité des autres données réduit ce nombre à 70.

*La date prise en compte pour le calcul des rentabilités anormales* (date d'annonce) est la date disponible la plus antérieure parmi : la date d'annonce par la presse, la date du visa de la SBF (Société des Bourses Françaises) et, en dernier recours, la date du visa de la COB<sup>1</sup>. La date d'annonce par la presse est déterminée en consultant les archives du quotidien « Les échos » (site Internet) et celles de « La tribune »<sup>2</sup>. Les dates du visa de réception de la COB figurent sur les notes d'information des acquéreurs, celles de la SBF y figurent aussi parfois. Les cours boursiers ont été collectés sur DATASTREAM.

Certaines entreprises pratiquent une politique d'acquisitions particulièrement dynamique sur la période et se retrouvent plusieurs fois dans notre échantillon. C'est le cas du groupe de François Pinault que l'on retrouve, directement ou via ses filiales, à plusieurs reprises : OPA de la Redoute sur Empire Store (Grande Bretagne) le 20/03/1991<sup>3</sup>, acquisition (puis OPA) de Printemps par François Pinault annoncée le 26/11/1991<sup>4</sup>, acquisition de 64,6% du capital de la FNAC auprès de Altus Finance (filiale du Crédit-Lyonnais) le 08/07/1994<sup>5</sup>. François Pinault est aussi actif à travers sa filiale Rexel. Colas, filiale de Bouygues, intervient

---

<sup>1</sup> Nous n'avons pas réussi à identifier une date d'annonce dans la presse antérieure aux autres dates pour seulement 20 opérations parmi les 130 initiales.

<sup>2</sup> La base de données « PANORAMA » reprend l'ensemble des articles publiés par La Tribune avec une recherche par mots clefs. Nous l'avons consulté. Le site internet des Echos propose le même service (qui est toutefois payant).

<sup>3</sup> L'opération est annoncée par les Echos le 20/03/1991 alors que La Redoute possède 37,8% du capital de Empire Store, elle s'achève le 24/05/1991. François Pinault, administrateur de la Redoute, en est le dirigeant de fait, puisqu'il en possède, directement et indirectement, le contrôle (pourcentage de contrôle : 54% ; pourcentage d'intérêt estimé : 38.18% mi-1992).

<sup>4</sup> L'OPA (amicale) n'est officielle qu'au 04/12/91 (document COB), mais la presse annonce des achats de titres par Pinault dès le 26/11/1991 (un peu plus de 40% sont acquis auprès de la famille Agnelli). C'est donc cette dernière date que nous retenons. L'opération se clôt le 09/01/1992, François Pinault prenant 66,68% du capital, il lancera une offre publique d'achat simplifiée un an plus tard (23/10/92, visa COB 92-336) afin d'acquérir le solde du capital.

<sup>5</sup> Dès le 31/05/94 on apprend dans « les Echos » que le Groupe Pinault Printemps Redoute fait partie des acquéreurs potentiels, il faut cependant attendre le 08/07/94 pour que se confirme: « François Pinault est bien placé pour l'emporter » (Les Echos). Le suspens quant à l'issue de l'opération dure jusqu'au 13/07/94 car la CGE possède un droit de préemption sur les 64,6% du capital, mais ne l'exerce finalement pas. C'est donc la date du 08/07/94 que nous avons retenue, la taille de notre fenêtre d'observation des rentabilités anormales nous permettant de prendre en compte l'ensemble de la période du 08/07 au 13/07/94.

dans 3 acquisitions<sup>1</sup>, tout comme Zodiac. LVMH intervient dans deux acquisitions ainsi que Sidel, Kindy, Schneider et Sommer-Allibert. Notre échantillon, s'il comporte initialement 130 acquisitions, ne concerne donc qu'environ 100 entreprises. Afin d'éviter les effets d'annonces simultanées et de nous retrouver avec des données similaires (sur la structure du chiffre d'affaires ou sur les comptes), nous n'avons pas pris en compte les opérations concernant une même firme si elles étaient séparées de moins de 6 mois et annoncées au cours d'un même exercice<sup>2</sup>.

Le nombre d'acquisitions et d'entreprises est réduit par la disponibilité des données comptables, boursières ou portant sur la répartition du chiffre d'affaires entre activités.

## **2.1.2 Les données**

Pour chaque acquisition, des données comptables, boursières et de structure de propriété ont été collectées.

### ***2.1.2.1 Données boursières et Comptables***

Elles proviennent essentiellement de DATASTREAM, base de données en ligne regroupant des données comptables et boursières sur de grandes entreprises et des données économiques pour de nombreux pays. Spécifiquement, nous avons collecté les données boursières (cours ajustés des opérations sur le capital et des dividendes, et capitalisation boursière) sur DATASTREAM uniquement. Ces données nous servent essentiellement à calculer nos indicateurs de performance.

Les données comptables, en particulier la répartition du chiffre d'affaires par branche d'activités, étaient parfois manquantes. Nous avons dans ce cas eu recours aux rapports annuels de gestion des entreprises concernées. Les données collectées dans cette rubrique sont variées : répartition du chiffre d'affaire entre activités entre n-1 et n+1, n désignant l'exercice

---

<sup>1</sup> Offre Publique Mixte sur la Sacer annoncée le 16/11/92 (les Echos, date fin de réalisation : 15/12/92), OPA simplifiée sur la suburbaine de canalisation le 09/06/93 (date COB : 25/06/93, date fin de réalisation : 16/07/1993), offre publique mixte sur la SCREG (elle-même filiale de Bouygues à 59%) le 12/07/1996.

<sup>2</sup> Cette dernière condition souffre d'une exception concernant le groupe Pinault.

où a été réalisée l'acquisition<sup>1</sup>, taux de croissance du chiffre d'affaires de l'acquéreur sur les deux ans précédents l'acquisition, données sur l'endettement, les stocks, les immobilisations (corporelles, financières), les « liquidités » disponibles ou mobilisables à court terme. Toutes ces données proviennent de comptes consolidés<sup>2</sup>.

### ***2.1.2.2 Données sur la structure de propriété***

Les données sur la structure de propriété proviennent de la base de données DAFSALIENS. Celle-ci recense, à partir de différentes sources, l'ensemble des actionnaires connus, leurs niveaux de participation, ainsi que la composition du conseil d'administration. Les données remontent au mieux jusqu'en 1991, ce qui a, en partie, guidé le choix de notre période d'étude. Les données de DAFSALIENS ont pu être complétées par celles des rapports annuels de gestion ou, pour les offres publiques, par celles des notes d'information de la COB. Néanmoins, ces dernières sont bien souvent moins précises et ont rarement été utiles.

La participation du dirigeant, celle détenue ou représentée par les administrateurs et celle des actionnaires non-dirigeants les plus importants ont été relevées aux dates antérieures et postérieures les plus proches de la date d'annonce de l'opération. Chacune de ces composantes répond néanmoins à une procédure de collecte différente que nous détaillons.

**Pour la participation managériale**, c'est l'intérêt financier, direct et indirect, du dirigeant et des membres affiliés<sup>3</sup> dans l'entreprise, que nous avons retenu. Le pourcentage de contrôle, qui traduit mieux la latitude dont il peut disposer, est pris indirectement en compte par les mesures concernant les administrateurs suivant leur nature. Est retenu comme

---

<sup>1</sup> Nous avons retenu l'exercice de réalisation, c'est-à-dire d'achèvement de l'opération qui peut être postérieur à celui de l'annonce de l'acquisition par la presse. En effet, la cible est normalement intégrée dans les comptes (consolidés) à partir du moment où l'acquisition est effective. Ainsi, les chiffres de l'exercice « n » intègrent normalement la cible acquise. La collecte des données sur la répartition du chiffre d'affaires sur l'exercice n+1 a été initialement décidé afin de s'assurer qu'il n'existait pas un biais, et afin de tester éventuellement un sens de causalité. Néanmoins nous nous sommes alors heurtés à un problème de disponibilité de ces données réduisant drastiquement l'échantillon.

<sup>2</sup> Les comptes adoptent en générale les normes anglo-saxonnes sur DATASTREAM. Pour une présentation de la comptabilité anglo-saxonne, cf. J. Langot (1997).

<sup>3</sup> Ces « affiliés » sont essentiellement composé des membres de la famille (femmes, enfants, actionnariat regroupé sous le terme de « groupes familiaux » dans Dafsaliens). Pour quelques rares cas (Distriborg) nous avons rencontré le groupe « ami du dirigeant » que nous avons inclus dans la participation managériale.

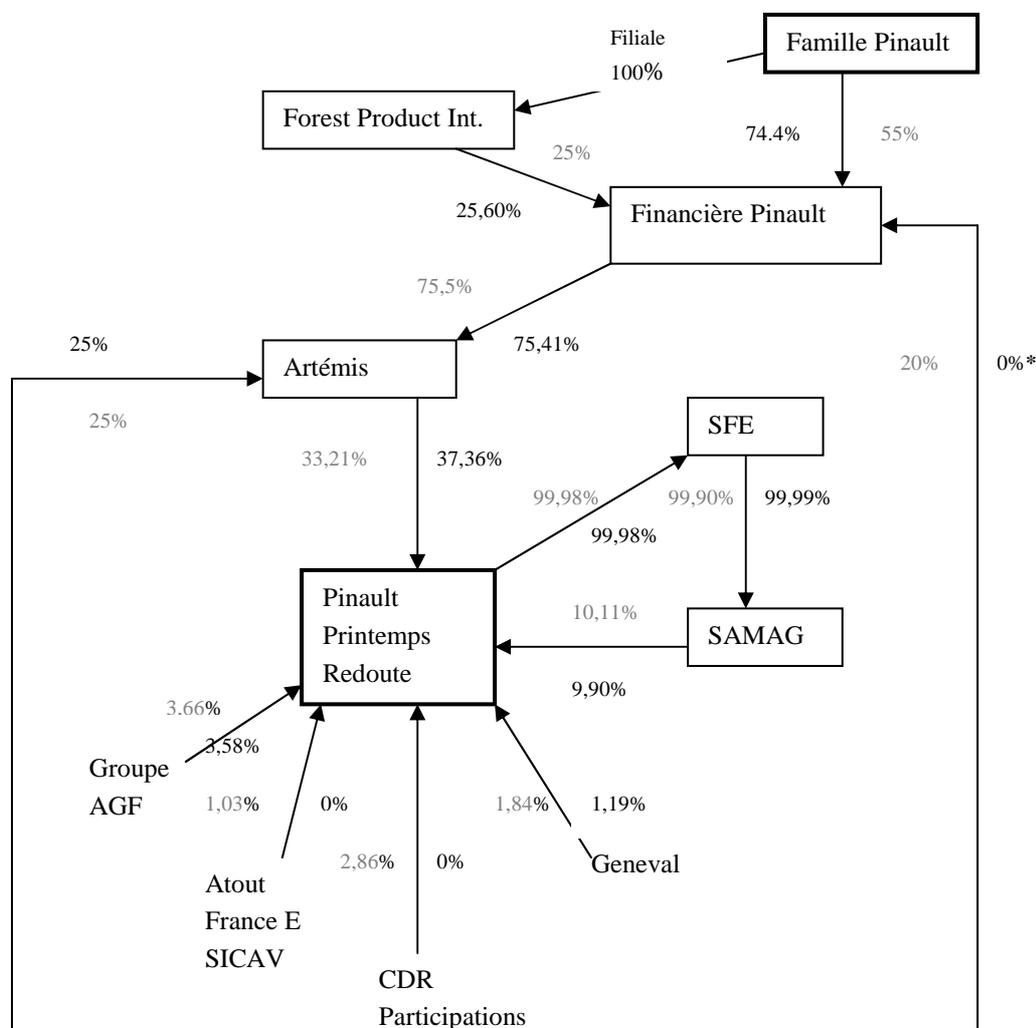
dirigeant, le dirigeant de droit de l'entreprise (PDG) ou le dirigeant de fait, c'est-à-dire le dirigeant de la maison mère lorsque l'entreprise ayant effectué une acquisition est sous le contrôle (direct ou indirect) d'une autre firme *unique*. Nous avons, dans ce dernier cas, remonté l'ensemble de la chaîne de holdings ou filiales pour trouver, s'il existe, le dirigeant de fait et sa participation indirecte dans la société pour autant que la chaîne de contrôle ne soit pas brisée, c'est-à-dire que le dirigeant possède effectivement le contrôle à plus de 40% sur l'entreprise acquéreuse et qu'aucun autre actionnaire n'en possède plus. Ces cas sont assez rares, il ne s'est pas trouvé une société de l'échantillon où le dirigeant de fait de la firme (membre du conseil de surveillance de cette firme et PDG de la société mère) et son dirigeant de droit sont tous deux actionnaires. Afin d'illustrer la procédure suivie, nous reproduisons un des cas rencontrés qui implique François Pinault<sup>1</sup> dans la figure 11. Le 08/07/1994 la prise de contrôle de 64,6% du capital de la FNAC par Pinault-Printemps-Redoute (PPR) est annoncée dans la presse. A cette date, la structure de propriété du groupe est représentée dans la figure 11.

Ce schéma 11 indique clairement que François Pinault, vice-président du conseil de surveillance, possède des intérêts non négligeables dans Pinault-Printemps-Redoute (PPR) et qu'il en est le dirigeant de fait. La SAMAG ne semble être qu'un véhicule d'autocontrôle sur PPR et un moyen de croissance : c'est elle qui se retrouve, au 13/07/99 avec 64,59% du capital de la FNAC. En tenant compte de ce schéma, l'estimation de l'intérêt financier de François Pinault (et membres affiliés) dans le capital de PPR, ressort à 22,3% avant l'opération et à 31% après (en tenant compte de l'autocontrôle qui réduit le capital de PPR). Mais ce nombre, qui est retenu comme participation managériale, diffère du pourcentage de contrôle dont dispose le dirigeant, qui, au moins avant l'opération, représente le double de celui de l'intérêt financier.

---

<sup>1</sup> En fait, la plupart des cas où ces participations indirectes ont posé problème concernent V. Bolloré (entreprise Moncey) et François Pinault (Firme Rexel et Pineau-Printemps-Redoute). Nous avons systématiquement remonté les chaînes de participations, à la recherche d'un administrateur qui serait dirigeant de fait, ou de participations indirectes du dirigeant de droit de la société. Pour quelques entreprises, ceci s'est révélé payant, citons : Sommer-Allibert (08/11/1994), Sodexo 09/01/1995), Chargeurs (24/02/95), GEP Pasquier (06/07/1995), Casino (06/11/96), Distriborg (07/05/1996)... ces cas se sont révélés peu compliqués (1 ou 2 holdings seulement), il reste toutefois possible que, nous fondant sur les données de Dafsaliens, certaines mesures souffrent d'une imprécision ou de lacunes.

Figure 11 : Exemple de détermination des composantes de la structure de propriété;  
Pinault-Printemps-Redoute, 08/07/1994



**Légende :** En grisé figurent le montant des participations avant le 08/07/1994, date de l'opération. En noir, ceux après l'opération. Le petit astérisque dans la participation de la CDR dans Financière Pinault correspond à un transfert: les 20% détenus avant l'opération par la CDR ont été cédés entre le 27/04/94 et le 08/06/95 à la famille Pinault.

**La part détenue ou représentée par les administrateurs** a aussi été relevée. Nous ne nous sommes pas souciés cette fois des participations indirectes, sauf en ce qui concerne les participations d'administrateurs représentant une firme contrôlée par le dirigeant de la firme étudiée. Dans la figure précédente, par exemple, nous avons distingué la part représentée par

le représentant de SAMAG (Md Patricia Barbizet) et celle du représentant d'Artemis (François Pinault) des autres administrateurs (représentant du Crédit Lyonnais et, indirectement, des AGF). Il va de soi que les administrateurs représentants des firmes contrôlées par le dirigeant ne constituent pas un moyen de contrôle très efficace dans l'intérêt des actionnaires, mais plutôt un levier d'enracinement pour le dirigeant. Nous verrons dans la sous-section suivante comment les variables ont été définies.

De même, **les participations des actionnaires non présents ou représentés au conseil** ont été collectées.

## **2.2 Définition des variables**

Les tests incluent évidemment des variables de performance, de la diversification et de contrôle et d'incitation du dirigeant (structure de propriété). Nous avons inclus en plus quelques variables de contrôle. Chacun de ces types de variables fait l'objet d'un paragraphe.

### **2.2.1 Mesures et variables liées à la performance**

Nos tests s'attachent à deux types de performances : celles d'acquisitions, opérations qui révèlent l'orientation stratégique des firmes, et la performance des entreprises acquéreuses. Dans les deux cas, nos mesures, puisqu'elles intéressent les actionnaires, se fondent sur les cours boursiers et constituent des mesures de performance ex-ante. La performance pour les actionnaires des acquisitions est mesurée par la technique classique des rentabilités anormales à l'annonce de l'acquisition. La performance globale des entreprises acquéreuses par une estimation du  $q$  de Tobin. Cette dernière mesure n'intéresse pas théoriquement uniquement les actionnaires. Cependant, sa méthode de calcul en fait aussi un indicateur du niveau de performance anticipée qu'accordent les actionnaires aux entreprises acquéreuses.

#### ***2.2.1.1 La performance des acquisitions : les rentabilités anormales à l'annonce de l'opération***

Le principe des études d'événements consiste à observer le « décrochage » des

rentabilités boursières autour de l'annonce d'une opération par rapport à une norme préétablie. Nous ne détaillerons pas les différentes méthodes de calcul envisageables<sup>1</sup>. Seules les options méthodologiques retenues sont présentées, ainsi que les problèmes spécifiques que pose cette mesure dans le cadre méthodologique plus large de nos tests.

La définition d'une norme pour les rentabilités autour de l'annonce a privilégié la simplicité : elle s'appuie sur le modèle de marché. L'étude menée par Brown et Warner (1985)<sup>2</sup> a montré que cette méthodologie, très simple, donnait de bons résultats. Les éventuels problèmes que pose le calcul de la norme suivant la droite de marché, devraient être marginaux compte-tenu des caractéristiques de notre étude : la non-normalité des rentabilités n'a pas d'impact sur l'efficacité des études d'événements dès lors que l'échantillon approche les 50 titres, nous sommes au-dessus de ce seuil ; la correction des problèmes liés à l'asynchronisme des données (autocorrélations des rentabilités) apporte peu à la justesse des résultats (Brown et Warner, 1985) ; le problème que pose l'éventuelle dépendance des rentabilités en coupe transversale lors du calcul de la variance est marginal lorsque les événements ne sont pas rassemblés dans le temps, ce qui est le cas dans notre étude.

La norme est obtenue en régressant simplement (moindres carrés ordinaires) les rentabilités quotidiennes des titres sur celles de l'indice de leur marché de référence (CAC40 ou SBF 250 si la régression apparaît meilleure pour le règlement mensuel, indice du second marché ou indice total DATASTREAM pour les autres titres). La période d'estimation des paramètres est de 200 jours de bourse. Cette période se termine 30 jours avant la date d'annonce de l'opération. Les données manquantes ont été remplacées suivant la méthode de répartition uniforme<sup>3</sup>, cependant certains titres souffrant de trop peu de données ont dû être éliminés. Les acquisitions retenues étant relativement importantes, il est possible que les

---

<sup>1</sup> Cette mesure de performance est devenue classique comme en atteste le grand nombre d'études qui y ont recours dans le lien entre diversification et performance (cf. annexe 1 et 2). En France cette mesure n'a pas encore été utilisée dans le cadre de la relation diversification / performance à notre connaissance, ni dans celui de la relation structure de propriété et performance. C'est celle que retiennent Loderer et Martin (1997) pour l'étude de cette dernière relation.

<sup>2</sup> Pour un survey de ces études par simulation de rendements anormaux, Cf. S. Servari, « les études d'événements : aspects méthodologiques », Cahier n°92-04, Université de Paris 1.

<sup>3</sup> Voir I. Hachette [1994]

anticipations des actionnaires quant aux fondamentaux de l'entreprise, en particulier son risque systématique, soient affectées. Les rentabilités anormales cumulées, qui dépendent directement d'une estimation du risque systématique, se trouveraient alors biaisées. Des périodes d'estimation de 200 jours centrées autour de la date d'annonce et postérieures (de 30 jours) à cette date ont aussi été utilisées afin de prendre en compte la variation du risque systématique qu'anticipent les actionnaires. Les rentabilités anormales alors obtenues ne diffèrent pas sensiblement des précédentes. Nous avons donc retenu les premières pour les tests.

Notre mesure de la performance des acquisitions correspond au cumul des rentabilités sur 11 jours encadrant la date d'annonce (5 jours avant et 5 jours après). Cette « fenêtre d'observation » nous semble suffisante pour prendre en compte intégralement la réaction des cours boursiers à l'annonce. Loderer et Martin (1997), dans leur étude de la relation entre structure de propriété et performance, retiennent une période de cumul de 6 jours précédant et incluant la date d'annonce. Morck et al. (1990) affirment obtenir des résultats similaires avec des fenêtres de cumul allant de 3 à 9 jours autour de l'annonce. Afin de tester la stabilité de notre mesure à la taille de la fenêtre de cumul, nous avons retenu des fenêtres plus larges de 20 et 30 jours autour de la date d'annonce. Bien que, globalement, les rentabilités anormales cumulées ne soient jamais significativement différentes de 0, nous observons alors, quelle que soit la période d'estimation des paramètres (antérieure, centrée ou postérieure à la date d'annonce), que la performance pour la fenêtre de 20 jours autour de la date d'annonce s'avère systématiquement, mais non significativement, inférieure à celle pour les autres fenêtres de cumul qui sont très proches<sup>1</sup>. La fenêtre de cumul de 11 jours présentant la variance la plus faible, c'est celle que nous avons retenue pour l'ensemble des tests.

L'utilisation de cette mesure dans nos tests ultérieurs (principalement des régressions) pourrait poser quelques problèmes. Colie (1994) remarque qu'un problème d'auto-sélection dans l'échantillon pourrait biaiser à la baisse cette mesure de performance. En effet, si les

---

<sup>1</sup> Pour donner un ordre d'idées de ces légères différences, les rentabilités cumulées moyennes sur des fenêtres de 31, 21 et 11 jours incluant la date d'annonce sont pour l'échantillon, avec une période d'estimation antérieure à l'annonce, respectivement de : 0,0045 (écart-type :0,1322), -0,0074 (écart-type :0,1080), et de 0,0034 (écart-type de 0,0779).

acquisitions servent effectivement des motifs managériaux, nous sélectionnons dans notre échantillon des firmes où existent des comportements opportunistes. En conséquence, notre échantillon n'est pas vraiment aléatoire : il regroupe des entreprises où la discrétion du dirigeant dans son propre intérêt trouve à s'exprimer<sup>1</sup>. Mais ce problème n'est pas insurmontable dans notre méthodologie dans la mesure où nous avons posé des hypothèses sur l'impact attendu de la structure de propriété sur la performance des entreprises. Autrement dit, nous disposons, à travers la structure de propriété et la tendance stratégique de l'entreprise, d'indicateurs de la plus ou moins grande propension (supposée) du dirigeant à adopter un comportement opportuniste. Ce n'est pas tant la performance d'une acquisition en soit qui nous intéresse, mais l'explication des différences de performance entre les acquisitions. Une critique plus sérieuse vient de Eckbo et al. (1990). Ces derniers estiment que la procédure qui vise à mettre en rapport des rentabilités anormales et des variables explicatives par la méthode des moindres carrés ordinaires est inadaptée dans le cas où l'effet d'annonce étudié est un événement volontairement engagé par la firme. On retrouve dans leur argumentation le problème d'auto-sélection et l'idée selon laquelle les rentabilités cumulées obtenues constituent une mesure pertinente seulement si elles sont estimées conditionnellement à d'autres éléments, en particulier l'opportunisme managérial. Cependant N.R. Prabhala (1997) montre, à partir d'une analyse théorique et de simulations, que la méthode des moindres carrés ordinaires, bien que mal spécifiée, conduit à des coefficients de régressions proportionnels aux véritables coefficients dont la significativité peut être testée. La méthodologie traditionnelle de régression, que nous utilisons dans nos tests d'hypothèses « classiques », s'avère donc fondée.

Les rentabilités anormales cumulées correspondent à une anticipation par les actionnaires de la valeur que l'entreprise leur sert, que cette valeur provienne d'une création ou d'un transfert de richesse. Dans le cadre des acquisitions, où le dirigeant est supposé, quel

---

<sup>1</sup> Colie (1994) utilise une méthode originale, différente de la nôtre, pour mettre en évidence un éventuel comportement opportuniste du dirigeant dans les acquisitions : il calcule les rentabilités anormales conditionnellement à la présence d'un intérêt managérial et les compare à celles qui auraient été si ce comportement opportuniste n'avait pas été. Ne trouvant pas de différences significatives entre ces deux mesures de performance, il conclut à l'innocuité de l'éventuel opportunisme managérial pour la richesse des actionnaires.

que soit son motif (croissance, diversification...) trouver un intérêt personnel, des rentabilités anormales cumulées positives traduiront la capacité du dirigeant à servir ses propres intérêts tout en satisfaisant celui des actionnaires. Nous pouvons donc y voir une anticipation par les actionnaires des opportunités de croissance profitables que possède l'entreprise. C'est l'interprétation qu'en donnent Loderer et Martin (1997). Cet indicateur de performance est utilement complété par un indicateur des opportunités de croissance de l'entreprise dans sa globalité, qui capitalise en outre les performances passées de l'entreprise. Le q de Tobin répond à ces caractéristiques.

### ***2.2.1.2 La performance des entreprises impliquées dans les acquisitions: une estimation du q de Tobin***

Le q de Tobin est la mesure de performance la plus couramment utilisée dans le cadre des relations qui nous intéressent<sup>1</sup>. Le q de Tobin reçoit une définition apparemment simple mais qui a donné lieu à de nombreuses variantes de calcul. Il correspond au ratio entre la valeur de marché de l'entreprise et le coût de remplacement de ses actifs. L'idée à la base de cette mesure est que le coût de remplacement des actifs est une mesure adaptée de la valeur d'usage alternative des actifs. Ainsi, une firme qui possède un q supérieur à l'unité est jugée comme faisant une utilisation efficace des ressources. Il est ainsi possible de voir le q de Tobin comme une mesure capitalisant la valeur accordée par le marché à sa politique de croissance. Il reflète les opportunités de croissance rentables de l'entreprise, en tenant compte, à la différence des rentabilités anormales cumulées, de la performance passée de l'entreprise.

Les modes de calcul du q de Tobin font l'objet de nombreuses variantes méthodologiques (Lindenberg et Ross, 1981; Chung et Pruitt, 1994; Lewellen et Badrinath, 1997). Bien que la méthode proposée par Lewellen et Badrinath (1997) soit plaisante (elle ne fait pas appel à des estimations sur la durée de vie des actifs et se fonde exclusivement sur les informations comptables), elle nécessite un algorithme de calcul assez compliqué et de nombreuses données comptables qui auraient réduit la disponibilité de cette mesure dans notre

---

<sup>1</sup> Cf. annexe 1 pour les études du lien entre diversification et performance. Pour les études se centrant sur la relation entre structure de propriété et performance, citons : Morck, Shleifer et Vishny (1988) Charreaux (1991), McConnell et Servaes (1990), Loderer et Martin (1997), Cho (1998), Han et Suk (1998).

échantillon. Nous avons donc opté pour une adaptation de la formule de calcul simple que proposent Chung et Pruitt (1994). Le principe en est simple : nous supposons que la valeur de marché des dettes à long terme de l'entreprise ainsi que la valeur de remplacement des actifs correspondent aux valeurs comptables de ces agrégats. Chung et Pruitt (1994) montrent que cette approximation donne des résultats proches de ceux fournis par des méthodes plus complexes.

A chaque clôture d'exercice précédent celui d'une acquisition, nous avons calculé un  $q$  approximé selon la formule suivante. Soit  $D$  l'endettement total à plus de 1 an,  $MV$  la capitalisation boursière de l'entreprise,  $ANE$  l'actif net d'exploitation c'est-à-dire les créances d'exploitation nettes des dettes d'exploitation,  $S$  les stocks nets,  $TA$  le total des actifs corporels, incorporels et financiers immobilisés. La formule d'approximation retenue du  $Q$  est alors :

$$Q = \frac{(MV + D - ANE)}{TA + S}$$

Notons que ces agrégats comptables sont issus de comptes consolidés. Le calcul sur des comptes consolidés oblige à prendre en compte les intérêts minoritaires. Ces derniers correspondent à la part du patrimoine des sociétés intégrées globalement revenant aux intérêts hors groupe. Ils ne devraient pas se refléter dans la valeur de marché de la maison mère, et correspondent en fait à une contrepartie d'éléments de l'actif entièrement intégrés à l'actif alors que la maison mère n'en est pas intégralement propriétaire. Nous les avons donc retirés de la valeur de l'actif immobilisé total. La prise en compte de ces intérêts minoritaires ne change que marginalement les résultats et n'explique pas la surestimation vraisemblable de notre mesure par rapport aux vraies valeurs du  $q$  (cf. statistiques descriptives, chapitre suivant). La principale limite de notre mesure ne tient pas à une éventuelle surestimation, si celle-ci est générale, mais plutôt à l'impact des cycles boursiers sur cette mesure, les données n'étant pas relevées à la même date pour toutes les entreprises.

### **2.2.2 Mesures et variables liées à la diversification**

Diversité et diversification ont fait l'objet de plusieurs mesures qui se fondent toutes

sur une répartition du chiffre d'affaire de l'entreprise entre les différents secteurs de la classification SIC que retient DATASTREAM. Pour les données non disponibles sur cette base de données, nous avons fait appel au rapport de gestion et nous sommes efforcés de reproduire, à partir de la nomenclature NAF et d'une description des classifications SIC<sup>1</sup>, la classification opérée par DATASTREAM. Généralement, les entreprises pour lesquelles les données ne sont pas disponibles sur DATASTREAM sont relativement petites, elles exercent la plupart du temps une activité unique, ce qui a facilité notre travail.

Les différentes variables représentant la diversité de l'entreprise sont le nombre de secteurs SIC au niveau 3 ou 2 chiffres, l'indice d'Herfindahl calculé au niveau 3 chiffres de la classification, et l'indice d'entropie qui est décomposé entre diversification « liée » (i.e. réalisée au sein d'un même secteur niveau SIC2) et « non liée » (réalisée par répartition du chiffres d'affaires entre différents secteurs SIC2). Ces différentes mesures ont été prises à la clotûre de l'exercice de réalisation de l'acquisition, à la clotûre de l'année précédente et à celle de l'année suivante. Nous ne revenons pas sur une présentation des indices (cf. Chapitre 1, §2 et chapitre 5).

La diversification que réalise une acquisition nous est donnée par la variation des indices entre l'année de réalisation de l'acquisition et l'année précédente<sup>2</sup>. La taille relativement importante des cibles- ces dernières représentent au moins 5% du chiffre d'affaires de l'acquéreur- nous garantit une variation non négligeable des indices. Remarquons toutefois que pour les firmes monoactivité qui restent dans le même secteur, l'indice ne varie pas. Cette stabilité doit se comprendre comme une politique de spécialisation. De façon complémentaire, la diversification a été mesurée par une variable dichotomique égale à 1 si l'acquisition ajoute un secteur d'activité (niveau SIC3) à l'entreprise.

---

<sup>1</sup> Les documents de référence, relativement rares, utilisés lors de cette classification ont été obtenus auprès de l'INSEE.

<sup>2</sup> Comme nous l'avons précisé, les indices sur l'année suivant celle de réalisation de l'acquisition ont aussi été calculés. Néanmoins, les données disponibles sont alors moins nombreuses et la variation entre l'exercice d'acquisition et l'exercice suivant se révèle a priori non pertinent, les entreprises, si elles acquièrent une majorité du capital de la cible, devant normalement l'intégrer dans leurs comptes l'année même.

## 2.2.3 Variables d'incitation et de contrôle des dirigeants

### 2.2.3.1 Variable d'incitation: la part du dirigeant dans le capital

Cette variable correspond à la somme des participations directes et indirectes du dirigeant de fait ou de droit dans le capital de la firme acquéreuse (cf. 2.1.2.2 pour son calcul). Cette variable représente principalement l'engagement financier du dirigeant au capital, elle devrait l'inciter, à mesure qu'elle augmente, à gérer dans l'intérêt des actionnaires.

Afin de donner un aperçu de l'impact des acquisitions sur la richesse personnelle du dirigeant, nous avons calculé une variable qui approxime le coût ou gain financier que réalise le dirigeant lors d'une acquisition. Cette variable a été construite en deux étapes. Nous avons d'abord calculé les rentabilités anormales de chaque acquisition en francs, en multipliant la capitalisation boursière de la firme 30 jours avant l'annonce par les rentabilités « normales » (obtenues par la droite de marché) successives de chaque jour de la fenêtre de cumul, puis en soustrayant ce nombre à la capitalisation boursière réelle à la fin de la fenêtre de cumul. La rentabilité anormale en francs revenant aux dirigeants est alors égale à sa part dans le capital multipliée par les rentabilités anormales exprimées en francs.

Le pourcentage d'intérêt que possède le dirigeant dans l'entreprise ne correspond pas à son pourcentage de contrôle, souvent supérieur. C'est principalement le pourcentage de contrôle du dirigeant qui agit comme catalyseur d'un éventuel enracinement, même si le pourcentage d'intérêt intervient pour limiter ce comportement. Aussi, nous avons tenté de séparer ces deux composantes, le pourcentage de contrôle du dirigeant étant pris en compte à travers la participation directe des administrateurs représentant des sociétés qu'il contrôle.

### 2.2.3.2 Les variables de contrôle du dirigeant : parts détenues par les autres actionnaires

**Les parts détenues par les administrateurs**, variables de contrôle interne ou spécifique, donnent lieu à la mise au point de plusieurs variables alternatives. Dans un premier temps, nous n'avons pas tenu compte du caractère lié ou non de l'administrateur avec le dirigeant. N'a été retenue, globalement, que la somme des participations des administrateurs non contrôlés par le dirigeant. Si nous référons à la figure 11 page 469, les participations de la

SAMAG et de Artémis n'ont pas été prises en compte, ces sociétés étant contrôlées par le dirigeant. Seules les participations du groupe AGF et de la CDR (via un représentant du Crédit-Lyonnais), soit 6,52% avant opération et 3,58% après ont été pris en compte dans une *variable* « *administrateurs* ».

Mais nous avons vu dans la première section de ce chapitre que la nature de l'administrateur influence la nature du contrôle qu'il exerce et, ce faisant, la latitude managériale dont dispose le dirigeant. Nous avons donc retenu deux variables alternatives que nous avons substituées à cette première variable dans nos tests. La première reprend les participations qui, soumises ou liées au dirigeant, devraient favoriser un contrôle de type stratégique et laisser une grande latitude au dirigeant dans le choix de ses acquisitions, quelle que soit la performance qui en est attendue à court terme. Cette composante est propice à un enracinement, elle regroupe la participation des administrateurs contrôlés par le dirigeant (cas de la SAMAG et de Artémis dans la figure 11) et celle des salariés de l'entreprise. La seconde reprend les intérêts possédés ou représentés par des parties plus indépendantes vis-à-vis du dirigeant, c'est-à-dire toutes les autres. Dans le cas de Pinault, figure 11, nous définissons donc deux variables : une *variable* « *administrateurs liés* », qui est égale à 43,32% du capital avant opération et à 47,26% du capital après, et une *variable* « *administrateurs non liés* » qui est égale, dans ce cas, à la variable définie précédemment, soit respectivement 6,52% et 3,58% avant et après opération.

La décomposition de la part détenue par les administrateurs répond en partie à un argument de bon sens : les administrateurs représentants des sociétés contrôlées par le dirigeant de l'entreprise étudiée ne devraient pas exercer un contrôle aussi serré que les autres. Ils sont a priori soumis au dirigeant et pourraient favoriser un enracinement et un moindre contrôle dans l'intérêt des actionnaires. Mais elle répond aussi à une préoccupation plus empirique : les tests réalisés avec la première variable « administrateurs » n'ayant pas donné de résultats satisfaisant pour cette variable. Cette décomposition est liée à la classification qui est parfois faite entre firmes managériales, familiales et contrôlées, mais ne la recouvre pas. Les firmes managériales sont celles qui ne sont pas contrôlées par une autre entreprise, mais dont le contrôle est partagé par plusieurs entreprises. On retrouve dans ces entreprises une variable « administrateurs » ou « administrateurs non liés » moyenne. La variable

« administrateurs liés » est assez faible et se limite à la participation des salariés. Les firmes contrôlées sont celles dont le capital est contrôlé par une autre entreprise unique (seuil en général de 40% du capital détenu). Dans ces entreprises, nous trouvons généralement un dirigeant de fait qui est celui de la société mère. La variable « administrateurs liés » y est très importante (supérieure à 40%), tandis que la variable « administrateurs » ou « administrateurs non liés » y est plus faible quoique non négligeable. Enfin, les firmes familiales sont majoritairement détenues par une famille, le plus souvent directement ou sans une chaîne de holdings importante. Les variables « administrateurs » ou « administrateurs non liés » ainsi que « administrateurs liés » se retrouvent alors faibles. Nos variables permettent de créer un continuum entre les catégories de cette classification. Certaines firmes qui auraient été classées « contrôlées » sont en fait très proches d'entreprises familiales, leur classification s'avère difficile. Nos variables de structure de propriété, à travers la participation financière du dirigeant et les variables liées aux administrateurs, reflètent la proximité entre ces entreprises.

A l'instar du coût ou gain réalisé par le dirigeant en francs lors d'une acquisition, nous avons calculé ce coût ou gain pour les administrateurs en multipliant la participation totale des administrateurs (première variable, sans décomposition « lié » et « non lié ») avant opération par les rentabilités anormales en francs.

**La participation détenue par les actionnaires non présents ou représentés au conseil** représente les mécanismes non spécifiques de contrôle du dirigeant et est reprise dans deux variables alternativement utilisées dans les tests. La première ne prend en compte que la participation du principal actionnaire non-administrateur. La seconde est égale à la somme des participations des actionnaires non-administrateurs identifiés par DAFSALIENS. Ces deux variables sont souvent proches et aboutissent à des résultats similaires dans les tests.

#### **2.2.4 Autres variables**

Plusieurs autres variables sont intégrées dans les régressions et modèles d'équations simultanées des tests. Nous distinguons le risque, variable importante dans l'hypothèse émise par Amihud et Lev (1981), des autres qui interviennent plutôt en tant que variables de

contrôle.

#### ***2.2.4.1 Le risque de l'entreprise***

Le risque de l'entreprise mais aussi sa variation autour de l'acquisition doivent être pris en compte dans nos tests (cf. hypothèses H2b, H3b, H4b). Les composantes du risque de l'entreprise sont estimées à partir de l'équation de la norme pour le calcul des rentabilités anormales sur la période antérieure à l'acquisition (200 jours de bourse). Le risque total est apprécié par l'écart-type des rentabilités du titre, la composante spécifique correspond à l'écart-type des résidus de la droite de marché de chaque titre. Le risque systématique est mesuré à travers la racine carrée de la différence entre la variance totale et la variance des résidus de la droite de marché du titre.

Les variations du risque de l'entreprise et de ses composantes sont appréciées par le rapport entre ces composantes estimées sur une période de 200 jours de bourse antérieure (de 30 jours) à l'opération et celles estimées sur une période de même durée postérieure (de 30 jours) à l'opération. Lewellen, Loderer et Rosenfeld (1989) ont recours à une mesure identique, mais elle mesure pour eux la diversification de l'entreprise. May (1995) a aussi recours au changement dans la variance qu'implique l'acquisition, mais il la calcule en se fondant sur les variances et covariances initiales des titres de l'acquéreur et de la cible, alors que nous nous contentons d'observer l'impact de l'acquisition au niveau de l'acquéreur.

#### ***2.2.4.2 Autres variables de contrôle***

Les autres variables constituent essentiellement des postes comptables ou leurs variations. Parmi celles-ci, les variables de structure de financement sont importantes dans la mesure où nos modèles ne les intègrent pas en tant que variables centrales.

**Le type d'acquisition** est une variable dichotomique qui différencie les offres publiques des acquisitions de gré à gré. Cette dernière variable, représente les conditions différentes de négociation auxquelles un dirigeant peut être confronté suivant que l'opération est publique ou non. En rendant partiellement compte de l'espace discrétionnaire dont dispose le dirigeant lors de la négociation et du choix de sa cible, cette variable devrait avoir un

impact sur la performance de l'acquisition. De façon parallèle, elle prend en partie en compte le financement de l'acquisition (une offre publique ayant a priori plus de chance d'être financée par actions qu'une acquisition de gré à gré). Elle nous évite toutefois d'introduire directement le financement de l'opération dans les modèles d'équations simultanées. Le financement de l'opération n'est sans doute pas indépendant de la structure du capital (risque de dilution du contrôle lors d'un financement par actions) ni du niveau de diversification ou de risque de l'opération. Nous devrions donc, si nous intégrions le financement de l'opération, « endogénéiser » cette variable, c'est-à-dire la définir en fonction des liens qu'elle entretient avec les autres. Nous excluons donc de façon arbitraire les variables de financement. Notre modèle est forcément simplificateur et n'intègre pas toutes les interrelations possibles entre partenaires financiers de l'entreprise.

**L'endettement**, est mesuré par le ratio du total des dettes à plus d'un an sur le total de l'actif ou, alternativement la capitalisation boursière, ces agrégats étant mesurés à la clôture de l'exercice précédent l'acquisition. Nous n'avons pas développé d'hypothèses spécifiques quant à l'impact de cette variable sur la performance ou la diversification. Elle sera intégrée en tant que variable de contrôle dans les régressions (mais pas dans les modèles d'équations, cf. paragraphe du dessus). Un endettement important a un contenu informationnel, il peut signaler un financement probable de l'acquisition par émission d'actions, ce qui pourrait se traduire par une chute des cours (Dumontier et Pecherot, 1998)<sup>1</sup>. D'un autre côté, suivant l'hypothèse de « free cash flow » de Jensen (1986), un endettement important devrait venir limiter l'emploi discrétionnaire de cash flow par le dirigeant, cette variable pourrait donc avoir un effet positif sur les rentabilités anormales en limitant la discrétion managériale. Nous avons intégré une variable de disponibilités pour préciser l'interprétation des coefficients obtenus sur cette variable.

**Variable de disponibilités ou cash flows mobilisables** : un des agrégats comptable que propose DATASTREAM regroupe les valeurs mobilières de placement et la trésorerie.

---

<sup>1</sup> Dumontier et Pecherot (1998) observent que le financement des acquisitions par actions a un effet négatif sur les rentabilités anormales lors d'offres publiques sur le marché français, néanmoins cet effet est rarement significatif.

Nous aurions désiré intégrer en variable cet agrégat net des concours bancaires courants, mais de nombreuses données manquaient qui auraient réduit l'échantillon. Nous avons finalement opté pour une variable qui, bien qu'imparfaite, est largement disponible : le total des créances courantes net des dettes courantes (c'est-à-dire à moins d'un an)<sup>1</sup>. Cet agrégat est donné directement sous DATASTREAM, nous l'avons collecté à la clôture de l'exercice précédent l'acquisition. Il est un peu plus large que la variable que nous aurions voulu intégrer, mais donne une idée des cash flows mobilisables à court terme par l'entreprise. Il inclut en particulier les valeurs mobilières de placement, la trésorerie plus les créances à court terme (moins d'un an) du côté de l'actif et les dividendes à payer, les dettes à court terme du côté du passif. Un actif courant net important devrait, si l'on suit Jensen (1986), élargir les moyens d'investissements discrétionnaires du dirigeant, et se traduire par une moins bonne performance lors d'acquisitions ou par une diversification plus large.

**La taille de l'entreprise** est appréhendée par son chiffre d'affaires (consolidé) ou son logarithme à la clôture de l'exercice précédent l'acquisition. Cette variable est présente dans quasiment toutes nos régressions. Elle influe tant sur le niveau de diversification que sur les rentabilités anormales lors d'acquisitions.

Enfin, **une variable sectorielle**, représentant la croissance du secteur a été intégrée dans certaines régressions. Cette variable prend la forme du taux de croissance du CA ou de la capitalisation boursière moyenne des entreprises du secteur principal de la firme des deux années précédentes et de l'année de réalisation de l'acquisition. Les secteurs sont définis en référence à 24 grands secteurs que distingue DATASTREAM. L'introduction de cette variable sert plusieurs objectifs. Elle nous permet de vérifier que la non prise en compte du cycle boursier dans notre mesure du q de Tobin n'est pas trop importante. Elle devrait influencer la tendance stratégique de l'entreprise : si le secteur principal de la firme connaît un bon taux de croissance, le dirigeant n'a pas à rechercher une croissance à travers une diversification. Si un lien négatif entre taux de croissance du secteur principal et diversification engagée par l'acquisition existe, cette supposition serait confirmée, mais il est possible que les autres

---

<sup>1</sup> Cet agrégat correspond à l'item 390 « net current assets » de Datastream, duquel nous avons soustrait les stocks (item 364).

motifs (diversification de son risque, enracinement) dominant l'argument avancé et qu'aucun lien ne voit le jour entre ces variables. Par ailleurs, Claessens et Nguyen (1998) avancent des prédictions quant à la performance des acquisitions pour les actionnaires suivant leur nature (liée ou non) et la situation sectorielle de l'entreprise. Sans reprendre l'ensemble de l'argumentation qui conduit à leur prédiction, précisons simplement que, selon eux, une firme qui entreprend une acquisition liée (ou pratique une spécialisation) dans une conjoncture sectorielle ascendante enverrait un signal négatif au marché, tandis qu'une acquisition non liée enverrait un signal positif. A l'inverse, en conjoncture sectorielle déprimée, une acquisition liée afficherait une volonté de l'entreprise de rester présent sur le marché et serait favorablement perçue, tandis qu'une acquisition non liée serait interprétée comme une fuite face à des faiblesses internes et serait sanctionnée. Sans discuter le bien fondé des prédictions, nous retiendrons donc que la performance de l'acquisition suivant son type devrait dépendre de la variable « taux de croissance du secteur principal ».

## **CONCLUSION**

Les variables présentées vont être utilisées dans des analyses multivariées dont nous présentons les résultats dans le chapitre suivant. Remarquons que la plupart des données concernant chaque entreprise sont relevées à des dates sinon identiques, au moins très proches. Suivant la mesure de performance utilisée, la mesure de diversification est soit légèrement postérieure (cas pour le  $q$ ), soit simultanée (pour les rentabilités anormales). Il en va de même pour les données sur la structure de propriété : elles sont soit légèrement antérieures aux mesures de performance (cas des rentabilités anormales), soit légèrement postérieures (cas du  $q$  de Tobin), mais restent contemporaines aux mesures de diversification ou de diversité. S'il en est ainsi, c'est que nous montrons que diversification, performance et structure de propriété doivent être envisagées simultanément lorsque l'on recherche les traces d'un comportement opportuniste du dirigeant.

Nos tests devraient nous permettre de voir si les résultats obtenus par des études antérieures, et leurs implications quant à une éventuelle manifestation opportuniste du dirigeant à travers la diversification de l'entreprise, restent valables ou ne pourraient pas

correspondre à une mauvaise spécification des modèles due à un a priori idéologique.

# CHAPITRE 10 : Etude empirique des liens entre diversification, performance et structure de propriété

Avant de réaliser les premiers tests, il peut être utile de s'intéresser aux statistiques descriptives de l'échantillon. Celles-ci sont en partie reprises dans le tableau 23. Nous disposons de 107 acquisitions pour lesquelles toutes les variables (dont certaines ne figurent pas dans le tableau) sont disponibles. Nos tests sont menés sur cet « échantillon commun » afin de nous garantir des résultats cohérents<sup>1</sup>.

Nous constatons en premier lieu que la structure de propriété est conforme à ce que relèvent Franks et Mayer [1997] ou Kremp [1998] : le capital est assez concentré entre les mains de personnes physiques (les dirigeants) ou de firmes industrielles ou financières (ce que sont la plupart du temps les agents de la catégorie « administrateur » dans notre échantillon). La taille des entreprises de l'échantillon varie cependant grandement, et dans les très grandes entreprises, la part détenue par le dirigeant se réduit souvent à 0.

Notre mesure du Q surestime vraisemblablement la valeur réelle de cette variable, puisque les études ayant recours à cette mesure trouvent en moyenne des Q moyens et médians proches de 1. Même si l'on supprime les 5 valeurs extrêmes du Q supérieures à 7, la moyenne et médiane de cette variable s'établissent respectivement à 1,57 et 1,18.

La performance des acquisitions (RAC) pour l'ensemble de l'échantillon est nulle, mais l'amplitude des variations est forte comme en atteste l'écart-type et la répartition des RAC autour des deux seuils de -5% et 5%. Sur les 122 acquisitions pour lesquels nous disposant de la performance lors d'acquisition, 29 enregistrent des rentabilités anormales cumulées (RAC) supérieures à 5%, 25 des RAC inférieures à 5% et 68 sont entre ces deux seuils.

---

<sup>1</sup> Nous aurions pu travailler avec des échantillons légèrement plus importants (122 observations maximum) sur chaque test, mais les observations n'auraient pas été les mêmes pour chaque test.

Nous avons calculé les rentabilités anormales en FRF en multipliant la capitalisation boursière de la firme 30 jours avant l'annonce par les rentabilités « normales » (obtenue par la droite de marché) successives de chaque jour de la fenêtre d'observation, puis en soustrayant ce nombre à la capitalisation boursière réelle à la fin de la fenêtre d'observation. La rentabilité anormale en FRF revenant aux dirigeants est alors égale à leur part dans le capital multipliée par les rentabilités anormales exprimées en francs. Cette approximation du « coût » d'opportunité supporté par les dirigeants est illustrée par les variables RACFRdir . Il en ressort que les dirigeants « gagnent » en moyenne 5,77 millions de francs lors d'une acquisition, alors même que les rentabilités anormales sont globalement nulles. De plus les dirigeants et les administrateurs pris ensemble gagnent en moyenne moins (3,33 millions de francs) que les seuls dirigeants (résultats non reportés). Ces premiers indices nous laissent à penser que les dirigeants réaliseraient de meilleures acquisitions lorsqu'ils supportent une part des conséquences patrimoniales de leur choix stratégique. Cependant cette observation pourrait ne résulter que de l'effet d'autres variables (taille, niveau de diversification...) liées au pourcentage d'intérêt du dirigeant.

Nous observons enfin qu'en moyenne les acquisitions contribuent à augmenter légèrement la diversification totale de l'entreprise (variable DENTROP), ceci principalement à travers une diversification liée (variable DENTROPLIE).

Tableau 23 : Statistiques descriptives, échantillon commun complet

Dir : pourcentage du capital détenu par le dirigeant et membre affiliés  
 Adm : part du capital représenté par les administrateurs au conseil  
 Admnonlié : part du capital détenue ou représentée par les administrateurs non liés au dirigeant (i.e. hors salariés et participation des entreprises appartenant au même groupe)  
 Extcum : cumul des participations des principaux actionnaires connus non présents ou représentés au conseil  
 RAC : Rentabilités Anormales Cumulées sur 11 jours encadrant la date d'annonce de l'acquisition  
 RACFR : RAC exprimés en francs  
 RACFRDir : part des RACFR revenant au dirigeant via sa participation au capital (= RACFR\*Dir)  
 SIC2, SIC3 : nombre de secteurs au niveau 2 et 3 chiffres de la classification SIC.  
 HERF : indice d'Herfindahl.  
 ENTROP, ENTROPLIE, ENTROPnonLIE : indice d'entropie et sa décomposition entre diversification intra et inter-sectorielle  
 DENTROP, DENTROPLIE, DENTROPnonLIE : variations des indicateurs précédents entre l'exercice de réalisation de l'acquisition et l'exercice précédent  
 Q : q de Tobin estimé  
 MV : capitalisation boursière à la fin de l'exercice précédent l'acquisition  
 CA : chiffres d'affaires à la fin de l'exercice précédent celui de l'acquisition

	Nbre Obs.	Moyenne	Médiane	Minimum	Maximum	Écart-type
Dir	107	22,46	12,70	0	88,97	24,77
Adm	107	27,17	18,00	0	94,91	25,35
Adm non lié	107	16,49	9,00	0	94,91	20,33
Extcum	107	5,17	2,66	0	24,21	6,41
RAC	107	0,0031	-0,0015	-0,3971	0,2568	0,0804
RACFR (MF)	107	106,02	-1,46	-2808,79	6941,33	977,08
RACFRDir (MF)	107	5,77	0	-379,28	295,46	85,26
SIC2	107	2,08	2,00	7	1	1,32
SIC3	107	2,62	2,00	9	1	1,75
HERF	107	0,7207	0,8450	0,1867	1	0,2998
ENTROP	107	0,5184	0,3557	0,00	1,7764	0,5726
ENTROPLIE	107	0,2102	0,00	0,00	1,4003	0,3269
ENTROPnonLIE	107	0,3115	0,00	0,00	1,6867	0,4768
DENTROP	107	0,0234	0,00	-0,4476	1,0031	0,1923
DENTROPLIE	107	0,0242	0,00	-0,2481	1,1089	0,15552
DENTROPnonLIE	107	-0,0008	0,00	-0,6887	0,4253	0,1296
Q	107	1,88	1,21	0,27	9,29	1,69
MV (MF)	107	13 200,041	3 385,859	53,001	153 000,000	25 884,147
CA (MF)	107	5 019,616	1 225,210	314	157 000,000	16 354,774

L'ordre de succession des tests est calqué sur l'organisation du chapitre précédent. Dans un premier temps nous montrons que les approches et méthodologies classiques fournissent des résultats compatibles et laissant suspecter l'existence d'un comportement opportuniste du dirigeant dans les stratégies de diversification (Section 1). Mais cette approche multiplie les observations et interprétations, et est fondée sur une méthodologie mal adaptée qui pourrait nous induire en erreur. En conséquence, nous reconsidérons les résultats obtenus avec une méthodologie mieux adaptée et devant nous permettre de confirmer ou d'infirmer les résultats préalablement obtenus (Section 2).

## **SECTION 1 :méthodologies classiques**

Le développement des multiples tests selon cette méthodologie suit l'ordre de présentation des hypothèses du chapitre précédent. L'existence d'un comportement opportuniste suppose qu'existe un impact négatif de la diversification sur la performance. Ceci est vérifié dans la première sous-section, en même temps que l'impact de la diversification sur le risque de l'entreprise (1.1). Nous recherchons ensuite les traces d'un comportement opportuniste à travers des tests de nos hypothèses sur le lien entre structure de propriété et diversification puis structure de propriété et diversification (1.2). Nous synthétisons nos résultats et concluons dans la dernière sous section (1.3).

### **1.1 Diversification, valeur et risque de l'entreprise**

#### **1.1.1 Premières observations**

En première approche, nous comparons quelques variables suivant que les firmes ont un niveau de diversification supérieur ou inférieur à la médiane de l'échantillon. La diversité de l'entreprise est appréciée par son indice d'entropie à la clotûre de l'exercice où elle réalise une acquisition. Les tests statistiques de comparaison sont le test t de Student et la statistique de Wilcoxon-Mann-Whitney qui teste l'égalité de deux distributions. Les résultats sont repris

dans le tableau 24.

*Tableau 24 : Comparaison des mesures de performance et de risque moyennes suivant le niveau de diversification de l'entreprise*

RAC : Rentabilités Anormales Cumulées sur 11 jours encadrant la date d'annonce de l'acquisition

RACFRDir : part des RACFR revenant au dirigeant via sa participation au capital (= RACFR\*Dir)

Q : q de Tobin estimé

Etype1 : écart-type des rentabilités des actions de l'entreprise estimé sur une période de 200 jours précédents l'acquisition

CA : chiffres d'affaires à la fin de l'exercice précédent celui de l'acquisition

	Niveau de diversification		Wilcoxon-Mann-Whitney U test (probabilité à un seuil de 95%, two tailed)	Test t
	Inférieur à la médiane (53 obs.)	Supérieur à la médiane (54 obs.)		
RAC	0,0137	-0,0064	-1,251 (0,1054)	-1,328
RACFRDir (KF)	1738,37	-595,16	-1,541 (0,1233)	1,485
Q	2.356	1.417	<b>-3.227</b> <b>(0,0012)</b>	-2.804
Etype1	0,01897	0,01835	-1.003 (0,3154)	0,5302
CA (MF)	1162,645	8579,513	<b>-4.43</b> <b>(0,0000)</b>	-2.464

Ces observations préliminaires montrent que les firmes peu diversifiées affichent, globalement ou dans leurs acquisitions, des niveaux de performance supérieurs aux firmes plus diversifiées. Le différentiel de performance est néanmoins significativement différent de 0 uniquement pour le q de Tobin.

Nous avons anticipé sur les tests à venir et fait figurer les gains ou pertes financières moyennes pour le dirigeant lors d'acquisition afin de voir si un niveau, faible ou élevé, de diversification s'avère lui être plus profitable lors d'opérations stratégiques. L'importante différence entre les moyennes cache une grande variabilité<sup>1</sup> des situations au sein des firmes

<sup>1</sup> Les variances dans la variable RACFRDir sont de 7702 (firmes peu diversifiées) et de 8861 (firmes plus diversifiées).

peu ou très diversifiées, qui se traduit par une acceptation de l'hypothèse nulle d'égalité des distributions et de leurs moyennes.

Le niveau de risque, mesuré par l'écart-type des rentabilités des titres, n'est pas significativement inférieur pour les firmes les plus diversifiées. Au total ces chiffres, s'ils laissent apparaître une performance supérieure des firmes peu diversifiées, sont peu informatifs. Par ailleurs, la différence au niveau de la performance pourrait être liée à la taille, les firmes moins diversifiées étant largement plus petites. Il convient donc de mener une analyse multivariée qui prendra en compte l'effet de plusieurs variables. Cette analyse doit aussi nous permettre de déterminer la forme de la relation entre diversification et performance, et, diversification et risque.

### **1.1.2 Analyse multivariée et forme de la relation**

Nous constatons une relation négative possible entre diversification et performance, mais la mise en évidence de cette relation doit prendre en compte l'effet d'autres variables, en particulier la taille, nous tentons de mettre en évidence cette relation à travers des régressions de nos indicateurs de performance sur nos indicateurs de diversification et de diversité. Les régressions sont réalisées selon la technique des moindres carrés, en tenant compte d'une possible hétéroscédasticité des résidus. L'échantillon incluant plusieurs fois les mêmes firmes, parfois sur des exercices successifs, nous avons spécifié une estimation qui prend aussi en compte une éventuelle autocorrélation des résidus (Correction de Newey-West). Les coefficients sont insensibles à ces corrections, seule leur significativité s'en trouve affectée. Si la prise en compte d'une hétéroscédasticité s'avère pertinente, un problème d'autocorrélation des résidus est a priori moins sensible dans nos données. La significativité des coefficients n'étant pas affectée par sa prise en compte, nous l'avons retenue<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Les régressions ont été effectuées sur « Eviews », version windows, simplifiée, de TSP international. Ce logiciel propose d'estimer les régressions en prenant en compte une hétéroscédasticité, à travers la matrice des covariances de White ou celle de Newey-West. La matrice des covariances de White suppose que les résidus ne sont pas corrélés sériellement, tandis que celle de Newey-West prend en compte une possible autocorrélation en même temps qu'une hétéroscédasticité. Cf. Newey, Whitney, and Kenneth West, "A Simple Positive Semi-Definite, Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent Covariance Matrix", *Econometrica* 51, 1987.

Nous présentons dans un premier temps les résultats des régressions qui concernent la relation entre diversification et performance dans une optique dynamique : la performance des acquisitions et la tendance stratégique qu'elles initient sont les variables centrales. Les résultats complémentaires concernant la relation entre diversité et performance font l'objet du paragraphe suivant. Enfin, l'impact de la diversification sur le risque de l'entreprise sera abordé, il nous permettra de porter un premier jugement sur l'hypothèse émise par Amihud et Lev (1981) et introduira la sous-section suivante.

### ***1.1.2.1 Analyse multivariée de la relation entre diversification initiée par une acquisition et performance***

De nombreuses régressions ont été réalisées intégrant différentes mesures et appréhension de la diversification qu'engage l'acquisition. Il en ressort un impact négatif significatif de la diversification comme le montrent les résultats repris dans le tableau 25.

Les 4 premières régressions du tableau 25 mettent en relation la performance observée lors de l'acquisition avec des mesures de « variation du niveau de diversification » de l'entreprise entre l'année précédent l'acquisition et l'année de l'acquisition. L'indice d'entropie<sup>1</sup> augmente avec le niveau de diversification (à nombre de branches égal), c'est-à-dire lorsque le chiffre d'affaires se répartit plus équitablement entre les différentes branches (moins de spécialisation).

La régression 1 montre qu'une acquisition qui contribue à réduire la spécialisation de l'entreprise n'a apparemment pas d'impact sur sa performance. Mais une simple transformation de la variable de diversification à travers son exponentielle<sup>2</sup> (régression 2) fait apparaître un impact négatif de la diversification sur la performance.

---

<sup>1</sup>Cf. chapitre 1, section 2 pour une présentation générale des indices de diversité et diversification et le chapitre 5 pour une interprétation de l'indice d'entropie et de ses transformations.

<sup>2</sup>L'exponentielle de l'indice d'entropie correspond au « nombre équivalent de branche », c'est-à-dire au nombre de branches dans lequel interviendrait l'entreprise si son chiffre d'affaires se répartissait de façon uniforme entre ses différents secteurs d'activité (cf. chapitre 5).

*Tableau 25 : Performance des acquisitions et diversification*

Régressions des rentabilités anormales cumulées (RAC) sur divers indicateurs de variation dans la diversification des entreprises selon la méthode des moindres carrés en tenant compte d'une possible hétéroscédasticité des résidus (correction de Newey-West). La variable dépendante est la rentabilité anormale cumulée sur  $[j-5, j+5]$ ,  $j$  étant le jour d'annonce, le nombre d'observations est de 107 pour chaque régression. Les valeurs entre parenthèses donnent la probabilité que le coefficient soit égal à 0 (valeur p). En gras figurent les coefficients significativement différents de 0,0 au seuil conventionnel de 95%.

Les variables indépendantes sont :

DENTROP : variation de l'indice d'entropie entre l'exercice de l'acquisition et l'exercice précédent, les suffixes LIE et nonLIE désignent les composantes respectivement intra et intersectorielles de l'entropie

EXP(DENTROP) : exponentielle de (delta entropie) ou variation du « nombre équivalent de branche »

HERF : indice d'Herfindahl de l'exercice de l'acquisition

Dummy (div) : variable dichotomique prenant la valeur 1 si la cible opère dans un secteur SIC où n'opérait pas l'acquéreur avant l'acquisition, 0 sinon.

SIC2 : Le nombre de secteur 2 chiffres de l'acquéreur l'exercice de l'acquisition

LOG (CA) : logarithme du chiffre d'affaires de l'acquéreur de l'exercice précédent l'acquisition

Dettes/MV : total des dettes à plus d'un an sur la capitalisation boursière mesurées à la fin de l'exercice précédent l'acquisition

Variables indépendantes	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Constante	0,079 (0,130)	<b>0,117</b> (0,044)	0,080 (0,127)	<b>0,168</b> (0,029)	<b>0,128</b> (0,026)	<b>0,143</b> (0,010)
DENTROP	-0,047 (0,1944)					
EXP (DENTROP)		<b>-0,041</b> (0,051)			<b>-0,040</b> (0,075)	<b>-0,045</b> (0,033)
DENTROPLIE			-0,028 (0,552)			
DENTROPnonLIE			<b>-0,077</b> (0,093)			
EXP (DENTROPLIE)				-0,005 (0,853)		
EXP (DENTROPnonLIE)				<b>-0,083</b> (0,039)		
Dummy(div)					-0,047 (0,103)	<b>-0,065</b> (0,032)
Dummy(div)*SIC2					<b>0,014</b> (0,064)	
Dummy(div)*1/Herf						<b>0,024</b> (0,016)
LOG(CA)	-0,006 (0,119)	-0,005 (0,135)	-0,006 (0,112)	-0,006 (0,118)	-0,006 (0,078)	<b>-0,006</b> (0,046)
Dettes/MV	<b>0,001</b> (0,000)	<b>0,001</b> (0,000)	<b>0,001</b> (0,000)	<b>0,001</b> (0,000)	<b>0,001</b> (0,000)	<b>0,001</b> (0,000)
R <sup>2</sup> ajusté	0,059	0,041	0,027	0,029	0,041	0,059
F	2.19	2.52	1.75	1.79	1.93	2.35

La régression 3 distingue les composantes liées et non liées de la tendance stratégique induite par l'acquisition. Elle fait apparaître que la composante liée n'a pas d'impact sur la performance, seul le coefficient de la composante non liée est négatif et significatif (au seuil de 10%). Le remplacement des composantes de la diversification par leur exponentielle (régression 4) conforte ce résultat : les acquisitions engageant une diversification non liée sont moins profitables en moyenne. Bien que les résultats ne soient pas reportés, nous avons aussi intégré les variations de l'indice d'Herfindahl dans les régressions. Le signe de son coefficient, bien que positif, n'est pas significatif. On ne peut donc pas affirmer qu'une acquisition « spécialisation » soit en moyenne jugée comme performante par les marchés financiers. Au total, ces quatre premières régressions laissent à penser que le marché condamne les acquisitions qui augmentent la diversité des activités gérées, surtout si la diversification est large (non liée), sans pour autant plébisciter les stratégies de spécialisation.

Afin d'approfondir nos résultats, nous avons introduit une variable dichotomique prenant la valeur 1 si la cible opérait dans un secteur (niveau SIC2) différent de ceux dans lesquels opérait l'acquéreur avant l'acquisition. Cette variable « radicalise » la notion de tendance stratégique puisque ne sont considérées comme diversification que les acquisitions qui ajoutent à l'acquéreur un code SIC. A priori le coefficient de cette variable devrait être négatif. Par ailleurs, nous avons intégré l'effet joint de cette variable avec le niveau de diversification de l'entreprise avant l'acquisition. En effet, on peut s'attendre à ce qu'une firme déjà présente sur plusieurs secteurs qui entreprend une nouvelle diversification reçoive un accueil différent des investisseurs d'une firme peu ou pas diversifiée. Les résultats sont repris dans les régressions (5) et (6) du tableau. On constate bien un impact négatif de l'entrée dans un nouveau secteur sur les rentabilités anormales lors d'une acquisition. En moyenne, une firme qui entre dans un nouveau secteur connaîtra des rentabilités anormales cumulées négatives de 4% à 6%. Cependant, cet effet est tempéré par le niveau de diversification que possédait l'entreprise avant l'opération. L'effet joint « nouveau secteur\*nombre de secteur niveau SIC2 » est positif (coefficient de 0.014). Autrement dit une entreprise qui opérerait dans 4 secteurs SIC2 avant l'opération ne serait pas pénalisée si elle entrait dans un nouveau secteur toutes choses égales par ailleurs.

Les variables de contrôle introduites appellent quelques explications. La taille de l'entreprise a été introduite sous forme du logarithme de son chiffre d'affaires car les rentabilités anormales sont traditionnellement liées à la taille de l'entreprise : plus l'entreprise est grande, plus il est probable que sa cible sera relativement petite, son titre liquide, les agents informés sur sa stratégie, donc plus les rentabilités anormales devraient être faibles. On constate en effet que la taille de l'entreprise exerce un effet négatif sur les rentabilités anormales cumulées. Cet effet n'est pas toujours significatif.

Le rapport des dettes à plus d'un an sur la capitalisation boursière représente le niveau d'endettement (corrélation de 60% entre ce ratio et le ratio dettes/total actif). Nous avons préféré faire figurer ce ratio plutôt que le ratio dettes/actif total car ce dernier n'a aucune signification statistique alors qu'il reçoit systématiquement dans nos régressions un coefficient très proche de la variable Dettes/MV. Le niveau d'endettement exerce systématiquement un effet positif significatif sur la profitabilité de l'acquisition. Mais cet effet est de très faible amplitude : la moyenne de cette variable étant de 0,40 (écart-type de 0,51), on mesure son effet négligeable sur les rentabilités anormales. Cet effet positif pourrait accréditer la thèse de contrôle du dirigeant par l'endettement, mais l'intégration de notre variable de disponibilités reçoit un signe opposé à celui prédit par l'hypothèse de « free cash flows » : son coefficient est très faible, positif et significatif. Nous ne nous attarderons donc pas sur ces résultats qui n'affectent que de façon marginale la profitabilité des acquisitions pour les actionnaires. Signalons par ailleurs que l'ajout de variables de contrôle supplémentaires prenant en compte le taux de croissance du secteur de l'entreprise (au niveau SIC2 : le taux de croissance moyen du chiffre d'affaire et de la capitalisation boursière sur les 2 ans précédents l'acquisition) ne modifie pas les résultats, ces variables sont non significatives statistiquement.

Globalement, il ressort donc de nos régressions un impact négatif des acquisitions tendant à diversifier l'entreprise. *L'hypothèse H1b est donc corroborée. Nous pouvons même la préciser. L'impact négatif est d'autant plus sensible que la diversification engagée est de nature non liée et que l'entreprise est initialement peu diversifiée.* Nous vérifions, dans tous les cas, que les actionnaires désapprouvent les stratégies qui visent à assurer une équirépartition de l'activité de l'entreprise (en termes de chiffre d'affaires) entre ses différents secteurs, ils réservent en outre un accueil défavorable aux acquisitions qui élargissent la

gamme des secteurs où opère l'entreprise. Ces résultats sont largement confirmés et complétés par l'étude du lien entre diversité et performance de l'entreprise.

### ***1.1.2.2 Analyse multivariée de la relation entre diversité et performance des entreprises impliquées dans des acquisitions***

Pour avoir une première idée de la forme de la relation, nous avons calculé les valeurs moyennes des  $q$  de Tobin des entreprises en fonction de leur nombre de secteurs SIC au niveau 2 et 3 chiffres (cf. tableau 26).

*Tableau 26 : Nombres de secteurs SIC et valeur moyenne du  $q$  de Tobin*

Nombre de Secteurs	Niveau 2 chiffres (SIC2)		Niveau 3 chiffres (SIC3)	
	Nombre obs.	Moyenne $q$	Nombre obs.	Moyenne $q$
1	50	2.158	39	2.401
2	23	2.166	24	1.990
3	20	1.721	16	1.979
4	11	1.219	9	1.122
5	2	2.166	14	1.601
6	2	0.665	5	0.995
7	1	1.025	1	0.677
8			0	-
9			1	1.025
Total	109	1.914	109	1.914

Le niveau moyen du  $Q$  de Tobin semble décroître linéairement avec le nombre de secteurs, surtout si ces derniers sont appréciés au niveau 3 chiffres. Nous avons donc mis en œuvre des régressions linéaires de la performance sur les variables de diversification dont les résultats figurent dans le tableau suivant ( tableau 27).

Les résultats des deux premières régressions font apparaître un impact négatif du niveau de diversification sur la performance de l'entreprise, même lorsqu'une variable de contrôle sectorielle (SectCA) est intégrée. Ces régressions affichent en outre un  $R^2$  largement supérieur aux précédentes : plus de 20% de la variance de la variable dépendante est expliquée. Néanmoins, l'introduction de la variable SectMV dans la régression fait perdre sa significativité au coefficient de diversité alors même que cette nouvelle variable n'est pas

significative. Cet effet est systématique : la variable sectorielle SectMV affecte systématiquement à la baisse les coefficients des variables de diversité quelle que soit la régression envisagée. Nous l'avons intégré dans toutes les régressions ultérieures afin de rendre les résultats présentés plus robustes : il nous aurait été possible de faire apparaître un coefficient systématiquement significatif devant n'importe quelle variable de diversification en n'intégrant pas cette variable de contrôle. Si les variables de diversification apparaissent parfois à peine significatives au seuil conventionnel de 95%, c'est uniquement imputable à cet effet.

La présence de la variable SectMV se justifie a priori : la valeur du q de Tobin dépend probablement du taux de croissance moyen passé de la capitalisation boursière des entreprises du même secteur, cette variable nous permet en outre de contrôler en partie le décalage qui peut aller jusqu'à quelques années entre les dates où sont calculés les q suivant les entreprises. L'effet obtenu est par contre étonnant : l'effet positif attendu sur la performance n'est pas significatif, surtout la baisse de significativité induite sur les coefficients des variables de diversité trouve difficilement à s'expliquer. Des régressions (résultats non reportés) montrent que cette variable n'explique pas le niveau du q de Tobin, elle n'est par ailleurs que faiblement corrélée avec les autres variables : il n'existe pas de problème de multicolinéarité.

Tableau 27 : Niveau de diversification et performance des entreprises

Régressions de la performance des entreprises (q de Tobin estimé) sur divers indicateurs de variation dans la diversification des entreprises selon la méthode des moindres carrés en tenant compte d'une possible hétéroscédasticité des résidus (correction de Newey-West).

La variable dépendante est le q de Tobin estimé, le nombre d'observations est de 107 pour chaque régression. Les valeurs entre parenthèses donnent la probabilité que le coefficient soit égal à 0 (valeur p). En gras figurent les coefficients significativement différents de 0.

Les variables indépendantes sont :

Entrop (n-1) : niveau de l'indice d'entropie l'exercice précédent l'acquisition, les suffixes LIE et nonLIE désignent les composantes respectivement intra et intersectorielles de l'entropie

SIC2, SIC3 : Le nombre de secteur 2 et 3 chiffres de l'acquéreur l'exercice de l'acquisition

LOG (CA) : logarithme du chiffre d'affaires de l'acquéreur de l'exercice précédent l'acquisition

Dettes/MV : total des dettes à plus d'un an sur la capitalisation boursière mesurées à la fin de l'exercice précédent l'acquisition

SectCA, SectMV : taux de croissance respectivement du chiffre d'affaires et de la capitalisation boursières des entreprises françaises possédant le même secteur principal que l'entreprise étudiée, sur 3 ans antérieurs et incluant l'année de réalisation de l'acquisition.

Variables indépendantes	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Constante	4.904 (0,000)	5.042 (0.000)	4.799 (0.000)	4.710 (0.000)	5.167 (0.000)	5.070 (0.000)	4.596 (0.000)
Entrop (n-1)	<b>-0,396</b> (0,061)	<b>-0.397</b> (0.067)	-0.294 (0.147)				
Entrop (n-1)				<b>-0.614</b> (0.076)			<b>-0.688</b> (0.074)
Entropnonlie (n-1)				-0.182 (0.439)			-1.086 (0.175)
SIC2					0.0178 (0.270)		0.368 (0.218)
SIC3						<b>-0.020</b> (0.108)	
Log(CA)	<b>-0.131</b> (0.050)	<b>-0.172</b> (0.043)	<b>-0.169</b> (0.035)	<b>-0.161</b> (0.045)	<b>-0.208</b> (0.009)	<b>-0.195</b> (0.015)	<b>-0.188</b> (0.037)
Dette/MV	<b>-1.385</b> (0.000)	<b>-1.51</b> (0.000)	<b>-1.430</b> (0.000)	<b>-1.433</b> (0.000)	<b>-1.501</b> (0.001)	<b>-1.483</b> (0.001)	<b>-1.425</b> (0.000)
SectCA		0.450 (0.193)					
SectMV			0.972 (0.198)	0.927 (0.226)	1.042 (0.351)	1.019 (0.384)	0.994 (0.191)
R <sup>2</sup> ajusté	0.197	0.196	0.227	0.222	0.217	0.222	0.226
F	9.77 (0.000)	7.54 (0.000)	8.65 (0.000)	6.94 (0.000)	8.21 (0.000)	8.41 (0.000)	6.06 (0.000)

Si la diversification totale exerce un impact négatif sur la performance, l'impact de chacune de ses composantes (liée vs. non liée) se révèle contraire à nos attentes. La composante non liée de la diversification exerce un effet certes négatif, mais celui-ci ne s'avère pas significatif. La diversification intrasectorielle, supposée moins large, s'avère au contraire affecter négativement la performance. On retrouve cet effet en prenant comme mesure de la diversification le nombre de secteurs : son impact n'est pas significatif si nous nous référons aux secteurs au niveau deux chiffres, il approche la significativité nous prenons le nombre de secteurs au niveau 3 chiffres de la nomenclature<sup>1</sup>. Ce constat est compatible avec un processus d'enracinement du dirigeant si ses compétences sont spécifiques à l'industrie : il surinvestirait alors dans des domaines proches. Il est aussi compatible avec une réduction du risque de l'entreprise, pour autant que la composante liée de la diversification réduise plus le risque que la composante non liée (cf. prochain paragraphe). Deux autres explications sont envisageables. Nous pouvons penser qu'une diversification non liée, lorsqu'elle s'accroît, s'avère effectivement moins contreperformante qu'une diversification liée. Cette explication est plausible : la diversification non liée rassemble des entités plus dissemblables du point de vue des conditions de marché qu'elles rencontrent, mais peut induire de moindres coûts liés à la diversification que la diversification liée. Elle incite probablement moins aux subventionnements croisés entre activités dont certains chercheurs avancent qu'ils entraînent des coûts (Berger et Ofek, 1995 ; Rajan, Servaes et Zingales, 1999).

Un autre point de vue peut être adopté qui avance que les marchés ne distinguent pas si finement entre diversification inter et intra-sectorielle et met en cause la pertinence de la décomposition de l'indice d'entropie entre diversification liée et non liée. L'effet négatif enregistré uniquement pour la composante liée proviendrait alors de ce que la plupart des entreprises qui possèdent effectivement une composante liée dans leur diversification sont déjà assez diversifiées : elles possèdent surtout 3 à 4 secteurs au niveau SIC2. Or c'est justement entre 3 et 4 secteurs SIC que l'impact négatif de la diversification est le plus important (cf tableau 26). L'impact négatif de la diversification liée ne serait dû qu'à une

---

<sup>1</sup> Rappelons qu'un effet négatif significatif quasi-constant de la diversification est systématiquement présent, quelles que soient les variables intégrées, si nous n'intégrons pas la variable SectMV.

surreprésentation des firmes à 3 ou 4 secteurs SIC2 dans les firmes qui possèdent effectivement une composante non liée. Enfin, nous pouvons mettre en cause la spécification du modèle qui stipule que la diversification explique la performance sans considérer la causalité inverse. En effet, si nous mettons en variables explicatives des variables de diversification mesurées postérieurement à celles de performance, les deux composantes liées ou non de la diversification ont un impact négatif significatif, la significativité des coefficients de diversité s'avérant plus forte. Ce dernier résultat suggère que les actionnaires, à travers le Q, anticipent sur la tendance stratégique de l'entreprise, ou que la performance se révélerait être un prédicteur pertinent de la diversification<sup>1</sup>.

En résumé, quoiqu'il en soit, notre hypothèse H1 n'est pas totalement corroborée. Il semblerait que si l'étendue de la diversification a bien, globalement, un impact négatif sur la performance, cet impact est principalement imputable à la diversification liée, l'impact de la diversification non liée, bien que négatif, n'étant pas significatif.

Les variables de contrôle (taille et endettement) sont hautement significatives. La taille, appréciée par le logarithme du chiffre d'affaires, affecte négativement le q des entreprises. Le q de Tobin pouvant être considéré comme une mesure des opportunités de croissance, l'interprétation la plus immédiate qui vient à l'esprit est que les firmes épuisent, au fur à mesure de leur croissance, leurs opportunités d'investissement rentables pour les actionnaires. L'endettement de l'entreprise a un impact négatif sur son q estimé<sup>2</sup>. L'interprétation de ce phénomène est délicate, d'autant que l'endettement total à plus d'un an (valeur comptable) intervient au numérateur de notre estimation du q. Nous pouvons avancer la même explication que précédemment : les firmes qui possèdent un endettement important auraient épuisé en partie leurs opportunités d'investissements. Ceci mériterait plus d'investigations que nous ne menons pas, étant donné que cette variable n'interfère pas avec l'impact de la diversification sur la performance. Il convient cependant de conserver cette

---

<sup>1</sup> Une simple régression, du même type que celles déjà réalisées, mettant en variable expliquée l'indice d'entropie et en explicatives le q de Tobin et le logarithme du chiffre d'affaires fait apparaître un coefficient  $-0.05$  sur la variable de performance (largement significatif : valeur p de 0.02), un  $R^2$  ajusté de 0.185 et un F de 11.93 !

<sup>2</sup> Ce résultat est aussi valable et reste significatif si l'endettement est mesuré par le ratio dettes totales (à plus d'un an)/ total actif.

variable dans nos tests suivants. Enfin l'introduction d'une variable de disponibilité conduit à un coefficient positif significatif mais de faible ampleur.

**Synthèse sur le lien diversification/ performance :** Au niveau de l'entreprise, la diversification exerce un impact négatif significatif. Cet impact n'est cependant pas tant imputable à la composante non liée de la diversification qu'à sa composante intrasectorielle. L'hypothèse H1 n'est pas entièrement corroborée. Les résultats obtenus à partir de l'étude des acquisitions contrastent légèrement ce tableau : c'est principalement lorsqu'elles contribuent à accroître la composante non liée de la diversification qu'elles pâtissent d'un accueil défavorable des actionnaires. Mais cet accueil est d'autant moins défavorable que l'entreprise est initialement diversifiée. L'hypothèse H1b est corroborée.

### *1.1.2.3 Diversification et risque de l'entreprise*

Un des motifs souvent avancé pour la diversification est une réduction du risque de l'entreprise ou de certaines de ses composantes, réduction qui n'est pas forcément nuisible aux actionnaires (cf. chap. 2, § 2.3 et chap. 7 § 2.1.2). Nous avons décomposé la variance du titre de chaque entreprise entre sa composante spécifique (variance des résidus de la droite de marché) et sa composante systématique (la variance du marché multipliée par le bêta de l'entreprise). Des régressions ont ensuite été effectuées liant ces estimations des composantes du risque de l'entreprise, ou leurs variations autour de l'opération, aux variables de diversité et diversification de l'entreprise.

Le tableau 28 reprend les régressions expliquant le niveau de risque de l'entreprise par son niveau de diversité. Le tableau suivant (tableau 29) s'attache aux variations du risque et de la diversité suite à une acquisition.

Tableau 28 : Régressions du risque sur des indicateurs de diversité de l'entreprise

Régressions des composantes du risque des entreprises (écart-types) sur divers indicateurs de diversité des entreprises selon la méthode des moindres carrés en tenant compte d'une possible hétéroscédasticité des résidus (correction de Newey-West).

le nombre d'observations est de 107 pour chaque régression. Les valeurs entre parenthèses donnent la probabilité que le coefficient soit égal à 0 (valeur p). En gras figurent les coefficients significativement différents de 0, en grisé, ceux significatifs au seuil de 90%.

Les variables indépendantes sont :

Herfindahl : indice d'Herfindahl calculé pour l'exercice de l'acquisition

Entropie : niveau de l'indice d'entropie à la fin de l'exercice de l'acquisition, les suffixes LIE et nonLIE désignent les composantes respectivement intra et intersectorielles de l'entropie.

SIC2, SIC3 : Le nombre de secteur 2 et 3 chiffres de l'acquéreur l'exercice de l'acquisition

Les variables de contrôle sont explicités dans les tableaux précédents

Variables dépendantes	(1) Risque total	(2) Risque spécifique	(3) Risque spécifique	(4) Risque systématique	(5) Risque systématique	(6) Risque systématique
<b>Variables indépendantes</b>						
Constante	0.0209 (0.000)	0.0241 (0.000)	0.0270 (0.000)	0.0092 (0.301)	-0.0071 (0.002)	-0.0067 (0.003)
Herfindahl	<b>0.0025</b> (0.043)	<b>0.0035</b> (0.011)		<b>0.0262</b> (0.075)		
Racine carré (Herfindahl)				<b>-0.0424</b> (0.0599)		
Entropie					<b>-0.0037</b> (0.068)	
Carré (entropie)					<b>0.0032</b> (0.018)	
Entropie			-0.0009 (0.637)			<b>0.0000</b> (0.9096)
Entropnonlie			<b>-0.0027</b> (0.052)			<b>0.0014</b> (0.016)
Dette/MV	<b>0.0051</b> (0.017)	<b>0.0054</b> (0.017)	<b>0.0056</b> (0.017)	-0.0006 (0.364)	-0.0007 (0.267)	-0.006 (0.3192)
LOG (CA)	<b>-0.0004</b> (0.237)	<b>-0.0008</b> (0.0501)	<b>-0.0007</b> (0.060)	<b>0.0009</b> (0.000)	<b>0.0009</b> (0.000)	<b>0.0009</b> (0.000)
R <sup>2</sup> ajusté	0.134	0.177	0.183	0.298	0.324	0.281
F	6.46 (0.000)	8.60 (0.000)	6.92 (0.000)	12.06 (0.000)	13.45 (0.000)	11.17 (0.000)

La première regression prend l'écart-type des rentabilités des titres en variable

explicative. Le risque de l'entreprise augmente avec son niveau de spécialisation, mesuré dans notre régression par l'indice d'Herfindahl. Nous obtenons des résultats significatifs semblables en intégrant le nombre de secteurs niveau 3 chiffres en variable explicative : un nombre de secteurs élevé est associé à un risque total plus faible. Par contre, il nous est impossible de mettre en évidence un effet significatif de la diversification sur le risque total de l'entreprise avec l'indice d'entropie, encore moins avec sa décomposition entre diversification liée et non liée. Il existe donc seulement de faibles traces d'un impact négatif du niveau de diversification sur le risque total de l'entreprise. De plus, la relation, quand elle est significative, est plutôt linéaire que curvilinéaire. L'intégration du carré<sup>1</sup> des variables explicatives dans nos régressions expliquant le risque total ne donne pas de coefficient significatif et diminue la qualité de l'ajustement. Il n'en va pas de même si l'on considère les composantes du risque total.

La deuxième et troisième régression mettent en variable expliquée l'écart-type des résidus du modèle de marché. Une spécialisation contribue à augmenter le risque spécifique de l'entreprise (régression 2), tandis qu'une répartition plus égalitaire du chiffre d'affaires de l'entreprise entre ses différentes branches d'activité réduit le risque spécifique. Ce dernier effet est imputable à la composante non liée de la diversification, la répartition du chiffre d'affaires de l'entreprise au sein d'un même secteur SIC2 (variable Entropie) n'affectant pas son risque spécifique (régression 3). Là encore, la relation entre risque et diversification est plus linéaire que curvilinéaire : il nous a été impossible d'obtenir des résultats significatifs en spécifiant une forme curvilinéaire dans la relation (résultats non reportés).

Les dernières régressions (4, 5 et 6) expliquent la composante systématique du risque de l'entreprise en fonction de sa diversité. Elles présentent une similitude avec les régressions précédentes : la composante liée de la diversification n'exerce aucun effet sur le risque de l'entreprise. Une différence fondamentale est cependant mise en lumière : la relation entre niveau de diversification et risque systématique de l'entreprise est cette fois curvilinéaire. Dans un premier temps, le risque systématique de l'entreprise décroît avec le niveau de

---

<sup>1</sup> Ou de la racine carrée si la variable évolue entre 0 et 1.

diversité, puis il croît. Le point de retournement est peu « parlant » : avec l'indice d'entropie il intervient pour la valeur 0,58. Ceci représente un niveau assez faible de diversification, les moyennes et médianes de cette variable pour notre échantillon s'établissant respectivement à 0,86 et 0,92. Le résultat est le même lorsque l'on a recours à l'indice d'Herfindahl : en partant d'une firme non diversifiée (Herfindahl = 1), le risque systématique décroît lorsque l'indice diminue jusqu'à une valeur de 0,65, il croît ensuite. Cette valeur correspond à un niveau de diversification moindre que le niveau moyen observé dans notre échantillon (moyenne : 0,54, médiane 0,47).

Nous pouvons donc reconstituer les variations observées du risque total de l'entreprise en fonction de la diversité de l'entreprise à partir des variations de ses deux composantes. L'effet négatif de la diversité sur le risque total de l'entreprise se décompose en un effet négatif linéaire de la diversité (essentiellement non liée) sur le risque spécifique de l'entreprise et un impact non linéaire de la diversité sur le risque systématique de l'entreprise. Dans tous les cas, c'est plutôt la composante non liée de la diversification qui influence le risque lorsque ses composantes sont distinguées. La composante systématique du risque ne représentant qu'environ un tiers de sa composante spécifique avec notre estimation, l'effet négatif linéaire domine globalement au niveau du risque total. Nous pouvons ainsi affirmer que, partant d'une firme monoactivité, une diversification réduit dans un premier temps risque spécifique et risque systématique : actionnaires et dirigeants peuvent donc y trouver leur compte à performance (espérance de rentabilité) constante. Au-delà d'un niveau relativement faible de diversification, les évolutions des composantes du risque divergent : le risque spécifique continue de diminuer tandis que le risque systématique augmente. Si les dirigeants trouvent une satisfaction possible dans la diminution du risque spécifique (et total) de l'entreprise (Amihud et Lev, 1981), les actionnaires risquent de pâtir d'une diversité trop importante à espérance de rentabilité constante. Sans trop anticiper sur les développements à venir, ces résultats sont compatibles avec un comportement opportuniste du dirigeant. Notre hypothèse H2 n'est donc pas totalement corroborée : on observe une relation curvilinéaire seulement pour le risque systématique de l'entreprise, la relation est linéaire négative pour le risque total et sa composante spécifique.

Les variables de contrôle intégrées sont l'endettement et la taille de l'entreprise.

L'endettement a systématiquement, comme on pouvait s'y attendre, un impact positif significatif sur le risque de l'entreprise. Ceci est imputable à « l'effet levier » de la dette : un endettement élevé augmente le taux de rentabilité moyen des capitaux propres, mais aussi leur volatilité. On retrouve cet effet au niveau de la composante spécifique du risque de l'entreprise. On s'attendait à trouver un effet positif significatif de l'endettement sur la composante systématique du risque de l'entreprise. Bizarrement, le signe du coefficient de notre variable d'endettement devient négatif lorsque cette variable est expliquée. Mais ce coefficient est alors très faible et non significatif. La taille exerce un effet négatif, parfois significatif, sur le risque de l'entreprise et ses différentes composantes.

Afin de compléter notre étude du lien entre diversification et performance, nous réalisons des régressions de la variation du risque de l'entreprise autour des acquisitions sur la diversification qu'elles impliquent. Les différentes composantes du risque sont de nouveau distinguées. Aucune relation significative n'ayant pu être mise en évidence entre la variation du risque systématique de l'entreprise et la diversification, le tableau 29 ne présente que les résultats concernant les composantes totales et spécifiques du risque.

*Tableau 29 : Régressions des variations du risque de l'entreprise sur la diversification qu'engage une acquisition*

Régressions des variations des composantes du risque des entreprises (rapports des écart-types après aux écart-types avant l'acquisition) sur des indicateurs de variations dans la diversité des entreprises selon la méthode des moindres carrés en tenant compte d'une possible hétéroscédasticité des résidus (correction de Newey-West). L'échantillon réduit ne contient que les entreprises dont le q de Tobin est supérieur à 1,22, la médiane de l'échantillon total pour cette variable.

En gras figurent les coefficients significativement différents de 0, en gris, ceux significatifs au seuil de 90%.

Les variables indépendantes sont:

Dentrop: variation de l'indice d'entropie entre l'année de réalisation de l'acquisition et l'année précédente, les suffixes "lie" et "nonlie" renvoyant aux composantes liées et non liées de la diversification.

Variables dépendantes	Echantillon global: 107 observations			Echantillon réduit: 53 observations		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Variations du risque total	Variations du risque total	Variations du risque spécifique	Variations du risque total	Variations du risque total	Variations du risque spécifique
<b>Variables indépendantes</b>						
Constante	1.0596 (0.000)	1.0654 (0.000)	1.0587 (0.000)	1.1119 (0.000)	1.1145 (0.000)	1.0980 (0.000)
Dentrop lie		<b>-0.2626</b> (0.081)	<b>-0.2606</b> (0.087)		<b>-0.6661</b> (0.034)	<b>-0.6600</b> (0.031)
Dentrop nonlie		0.2663 (0.057)	0.2923 (0.045)		-0.1846 (0.571)	-0.1301 (0.676)
Dentrop	-0.0518 (0.695)			<b>-0.580</b> (0.0890)		
R <sup>2</sup> ajusté	0.000	0.013	0.017	0.039	0.048	0.0536
F	0.107 (0.744)	1.73 (0.182)	1.93 (0.149)	3.12 (0.083)	2.32 (0.108)	2.47 (0.094)

Remarquons que ces régressions n'incluent pas de variables de contrôle. L'introduction des variables de contrôle précédemment retenues (endettement et taille) nuit en effet à la qualité des régressions et n'offre aucun résultat approchant la signification statistique. L'absence de ces variables ne représente pas une lacune : rappelons que nous travaillons ici avec des variables de variations. La variable expliquée correspond au rapport entre une estimation postérieure et une estimation antérieure à l'acquisition des écart-types du

risque de l'entreprise ou de ses composantes<sup>1</sup>. L'introduction des variables se justifie a priori moins que dans les tableaux précédents.

La première régression montre que la diversification n'a pas, contrairement à nos attentes (hypothèse H2), d'impact négatif sur la variation du risque qu'entraîne une diversification. Il semble que cette neutralité soit due à des effets opposés des composantes, liées ou non, de la diversification (régression 2). Tandis qu'une augmentation de la diversification liée de l'entreprise est associée à une diminution du risque de l'entreprise suite à l'acquisition, une augmentation de la diversification non liée est associée à une augmentation du risque total de l'entreprise. La même analyse est valable en ce qui concerne le risque spécifique de l'entreprise (régression 3). Mais il convient de remarquer que la qualité de ces 3 premières régressions est faible : aucune des statistiques F n'approche un seuil de significativité acceptable (90 ou 95%). *Nous rejetons donc notre hypothèse H2b : la diversification associée à une acquisition ne contribue pas, globalement, à réduire le risque de l'entreprise.*

Nous avons amendé cette hypothèse en remarquant que la recherche d'une réduction du risque de l'entreprise devrait, dans une perspective comportementale (Wiseman et Gomez-Mejia, 1998) être plus importante dans les entreprises possédant un bon niveau de performance. Afin de tester cette hypothèse, nous avons mené les mêmes régressions, en ne retenant que les firmes qui, à la clôture de l'exercice précédent l'acquisition, possèdent un  $q$  de Tobin supérieur à la médiane de l'échantillon (régressions 4, 5 et 6). Cette fois la diversification totale qu'induit une acquisition contribue bien à réduire le risque total de l'entreprise (régression 4, coefficient significatif au seuil de 90%). Les composantes liées et non liées de la diversification ne jouent plus l'une contre l'autre : seule une augmentation de la diversification liée réduit le risque total et spécifique de l'entreprise. Les régressions sont, pour ce sous échantillon, globalement significative au seuil de confiance de 90%. *Nous validons donc notre hypothèse H2b' : pour les entreprises performantes, la diversification engagée lors d'une acquisition est associée à une réduction du risque (total et spécifique) de*

---

<sup>1</sup> Rappel : chaque période d'estimation est de 200 jours de bourse. Elle s'arrête 30 jours avant l'annonce de l'opération pour la première et commence 30 jours après cette date pour la seconde.

*l'entreprise*. En outre, nous pouvons préciser que cet effet est essentiellement attribuable à la diversification liée et que les variations dans le risque systématique<sup>1</sup> ne sont jamais associées de façon significative avec les variations dans la diversité des entreprises.

**Synthèse sur le lien diversification / risques de l'entreprise :** nous fondant sur les analyses stratégiques et résultats empiriques des études de la relation entre risque et diversification (Lubatkin et Rogers 1989, Lubatkin et Chatterjee 1994, Miller et Bromiley 1990), nous prédisions une relation curvilinéaire entre le risque de l'entreprise, ses composantes, et le niveau de diversité de l'entreprise (hypothèse H2). Nos résultats ne corroborent pas cette hypothèse. Il existe de faibles traces d'une relation linéaire négative entre diversité et risque total de l'entreprise. Cette relation négative provient de ce que la composante non liée de la diversité est associée négativement avec la composante spécifique du risque de l'entreprise. Le risque systématique de l'entreprise varie quant à lui selon une forme curvilinéaire avec la diversité totale de l'entreprise sous l'effet d'un impact positif de la diversité non liée. La diversité non liée de l'entreprise contribue donc à réduire le risque spécifique de l'entreprise mais à accroître son risque systématique. Les conditions d'une manifestation opportuniste du dirigeant sont réunies si la réduction du risque de l'entreprise par diversification constitue un de ses objectifs.

Notre hypothèse H2b avance que la diversification qu'engage une acquisition entraîne une réduction du risque de l'entreprise. Ceci ne se vérifie pas en moyenne sur notre échantillon : le risque et ses composantes augmentent suite à l'acquisition et les régressions effectuées sur l'échantillon total ne sont pas significatives. Néanmoins nous mettons en évidence, conformément à notre hypothèse H2b', que la variation dans la diversification de l'entreprise exerce un impact négatif sur la variation du risque de l'entreprise et de ses composantes pour les firmes les plus performantes. C'est cette fois plutôt la composante liée de la diversification qui conduit à ce phénomène. Notre hypothèse H2b', version amendée de l'hypothèse H2b tenant compte de l'aversion variable au risque du dirigeant, se trouve donc corroborée.

---

<sup>1</sup> Toutes les composantes du risque augmentent en moyenne suite aux acquisitions : les moyennes des rapports des estimations pré-acquisitions aux estimations post-acquisitions s'établissent à 1,058 pour le risque total

Au terme de ce paragraphe, les conditions nécessaires à l'existence d'un opportunisme managérial trouvant à s'exprimer à travers les stratégies de diversification sont réunies. La diversification de l'entreprise, mesurée en niveau (diversité) et en variations d'indices, exerce un impact négatif sur nos mesures de performance. L'analyse de la relation entre risque et diversification confirme que le dirigeant peut trouver des avantages à entreprendre une diversification. Une augmentation de la diversité de l'entreprise est associée à une baisse du risque total de l'entreprise, qui, selon Amihud et Lev (1981), pourrait être recherchée par le dirigeant. Une acquisition qui contribue à augmenter la diversification de l'entreprise réduit l'augmentation du risque qui suit, en moyenne, cette opération et peut même conduire à réduire le niveau de risque de l'entreprise<sup>1</sup>. Ces premiers soupçons d'une discrétion managériale trouvant à s'exprimer à travers la diversification de l'entreprise méritent d'être étudiés plus attentivement. Nous effectuons un pas supplémentaire dans la recherche d'un comportement opportuniste en intégrant les variables de contrôle et d'incitation du dirigeant dans les lignes qui suivent.

## **1.2 Performance, diversification et structure de propriété du capital**

Les prémices de l'existence d'un comportement tel que celui décrit par Amihud et Lev (1981) transparaissent dans les résultats précédents. Une diversité non liée réduit le risque de l'entreprise, le dirigeant pourrait être tenté d'augmenter le niveau de diversité de son entreprise afin de profiter de cette baisse. Il heurterait alors l'intérêt des actionnaires, surtout lorsque la diversité est élevée<sup>2</sup>. Lors d'une acquisition, c'est principalement en favorisant une

---

(écart-type), 1,052 pour le risque systématique et 1,34 pour le risque systématique. De plus, ces rapports augmentent lorsque ne sont considérées que les firmes les plus performantes.

<sup>1</sup> Cela est particulièrement vrai pour les entreprises les plus performantes pour lesquelles le coefficient de la variable de diversification est non seulement plus significatif mais aussi plus important (cf. le dernier tableau). Rappelons en outre que nous avons fondé notre hypothèse H2b' sur une aversion au risque du dirigeant qui serait plus importante pour les firmes performantes. Les résultats corroborant l'hypothèse H2b' constituent donc un premier effet attribuable à une discrétion managériale.

<sup>2</sup> Rappelons que le risque systématique de l'entreprise est croissant avec la diversification pour des niveaux élevés de diversification, les actionnaires exigeront donc une rémunération supérieure lorsque la diversité dépassera un seuil réduit.

diversification liée que le dirigeant réduira le risque (total et spécifique). Un transfert de richesse pourrait alors se faire des actionnaires vers les créanciers. Afin de continuer notre collecte d'indices sur la présence d'un comportement opportuniste lors d'opération de diversification, nous testons dans un premier temps les hypothèses que nous avons dérivé des phénomènes décrits par Amihud et Lev (1981) et Shleifer et Vishny(1989) concernant le lien entre diversification et structure du capital (hypothèse H3 principalement) (1.2.1). Nous nous concentrerons ensuite sur le lien entre structure de propriété et performance pour conclure sur un éventuel comportement opportuniste (1.2.2).

### **1.2.1 Structure de propriété, diversification et risque de l'entreprise**

Nous avons posé 2 ensembles d'hypothèses alternatives (H3 et H3b vs. H3' et H3b') sur le lien entre structure de propriété et diversification que nous testons par des régressions (1.2.1.1). L'interprétation des hypothèses qui sont corroborées (ici plutôt le second ensemble) au regard du comportement du dirigeant renvoie à son aversion au risque, nous observons donc la relation entre risque et structure de propriété qui vient compléter l'étude déjà réalisée de l'impact de la diversification sur le risque (1.2.1.2). Une synthèse des résultats est réalisée (1.2.1.3).

#### ***1.2.1.1 Structure de propriété et diversification***

Le cas des entreprises et de leur niveau de diversité est d'abord étudié (tableau 30). Nous complétons ensuite ces résultats avec ceux portant sur les acquisitions (tableau 31).

#### **Niveau de diversification des entreprises et structure de propriété**

La méthodologie classique des régressions par les moindres carrés est employée afin de déterminer la forme et la force de la relation qui unit les variables de structure de propriété au niveau de diversité de l'entreprise. Nous commençons par commenter les résultats sur les variables de contrôle du dirigeant et les variables de contrôle intégrées dans les régressions. Nous réservons un plus long développement à la relation, centrale pour notre objet de recherche, entre diversité et participation du dirigeant au capital.

*Tableau 30 : Regression des variables de la structure de propriété sur la diversité de l'entreprise*

Régressions de l'entropie des entreprises sur des variables de structure de propriété des entreprises selon la méthode des moindres carrés en tenant compte d'une possible hétéroscédasticité des résidus (correction de Newey-West). L'échantillon est composé de 107 observations dans chaque régression. En gras figurent les coefficients significativement différents de 0 au seuil conventionnel de 95%.

Les variables indépendantes sont:

Diravt : pourcentage d'intérêt du dirigeant dans le capital de l'entreprise mesurée à la date antérieure la plus proche de la date d'annonce de l'acquisition. Carré (Diravt) est le carré de cette variable; Cube(Diravt) son cube.

Admlieavt : pourcentage du capital détenu ou représenté par des administrateurs liés au dirigeant (salariés et entreprises du groupe si le dirigeant le contrôle effectivement); Admnonlie désigne le pourcentage détenu ou représenté par les autres administrateurs. Ces variables sont aussi mesurées avant l'annonce de l'acquisition.

Extcumavt : cumul des participations détenues par les actionnaires connus non représenté au CA.

Log (CA): logarithme du chiffre d'affaires de l'exercice précédent celui d'une acquisition.

Dettes/MV: dettes à plus d'un an sur capitalisation boursière à la fin de l'exercice précédent une acquisition.

Variable dépendante	(1) Entropie	(2) Entropie	(3) Entropie	(4) Entropie	(5) Entropnonlie	(6) Entropie
<b>Variables indépendantes</b>						
Constante	-0.354 (0.393)	-0.483 (0.155)	-0.424 (0.222)	-0.394 (0.265)	-0.171 (0.620)	-0.314 (0.089)
Diravt	<b>-2.096</b> (0.003)	<b>-0.751</b> (0.000)	<b>-1.831</b> (0.001)	<b>-3.714</b> (0.000)	<b>-1.170</b> (0.009)	<b>-0.227</b> (0.054)
Carré (Diravt)	<b>1.958</b> (0.023)	-	<b>1.705</b> (0.030)	<b>8.942</b> (0.010)	<b>1.004</b> (0.050)	-
Cube (Diravt)				<b>-6.456</b> (0.024)		
Admlieavt	<b>-0.613</b> (0.042)					
Admnonlieavt	<b>0.556</b> (0.0568)					
Typecontrôle		<b>-0.008</b> (0.000)	<b>-0.008</b> (0.000)	<b>-0.008</b> (0.000)	<b>-0.005</b> (0.001)	<b>-0.003</b> (0.004)
Extcumavt	0.038 (0.961)	0.000 (0.984)	0.165 (0.819)	0.001 (0.8262)	-	-
Log (CA)	<b>0.081</b> (0.002)	<b>0.082</b> (0.001)	<b>0.081</b> (0.001)	<b>0.081</b> (0.001)	0.042 (0.087)	<b>0.043</b> (0.001)
Dettes/MV	0.208 (0.185)	0.227 (0.107)	0.227 (0.120)	0.226 (0.116)	0.210 (0.175)	0.0137 (0.820)
R <sup>2</sup> ajusté	0.277	0.274	0.295	0.307	0.218	0.099
F	6.80 (0.000)	9.01 (0.000)	8.38 (0.000)	7.711 (0.000)	5.678 (0.000)	3.952 (0.005)

## Les variables de contrôle du dirigeant et la diversification

La première régression n'est reportée que pour souligner un problème inattendu auquel nous avons été confrontés : les variables « Admlieavt » et « Admnonlieavt » apparaissent hautement significatives avec des coefficients pouvant donner lieu à une interprétation. Pourtant, en supprimant une de ces variables, l'autre perd toute significativité. En faisant varier l'échantillon, ces coefficients se révèlent instables<sup>1</sup>. Il est par ailleurs remarquable que l'introduction de ces deux variables conduit, malgré leur apparente significativité, à réduire la qualité de la régression (cf.  $R^2$  ajusté). Nous retrouvons les indices d'une multicolinéarité. En faisant apparaître les coefficients de corrélation entre les variables explicatives, ces deux variables apparaissent très corrélées (coefficient de 0.61). Afin de réduire le risque de fonder nos interprétations sur des coefficients instables, nous avons remplacé ces deux variables par une variable représentative du contrôle qui s'exerce sur le dirigeant : « typecontrôle ». Celle-ci se définit comme le rapport entre « admlicavt » et « admnonlieavt+0,01 ». Nous interprétons une valeur élevée de cette variable comme le signe d'une grande liberté managériale et d'une faiblesse des contrôles financiers qui pèsent sur lui. Nous perdons bien évidemment de l'information par rapport aux deux variables admlicavt et admnonlieavt.

La variable « typecontrôle » est liée linéairement à la diversité de l'entreprise. Son coefficient est négatif, de faible ampleur, et toujours très significatif. Ces résultats indiquent qu'une plus grande concentration des administrateurs non liés aux dirigeants l'incite à augmenter la diversité de l'entreprise. A contrario, lorsque le dirigeant contrôle indirectement une part importante du capital représenté par les administrateurs, la diversité de l'entreprise s'en trouve réduite. On peut imputer ces résultats au type de contrôle qui pèse sur le dirigeant : lorsque les administrateurs sont indépendants vis-à-vis du dirigeant, ils pratiquent plus probablement un contrôle de type financier, reportant un risque sur le dirigeant et l'incitant à diversifier l'entreprise. Lorsque les administrateurs exercent un contrôle moins important sur

---

<sup>1</sup> Nous avons fait varier l'échantillon de diverses façons. Il est remarquable que les coefficients des variables en cause conservent le même signe et un degré de significativité acceptable lorsque l'on réduit l'échantillon en jouant sur la performance des firmes ou acquisitions prises en compte. Le coefficient de la variable admlicavt en particulier reste stable, négatif significatif, ce qui indiquerait que l'importance du contrôle stratégique qui s'exerce sur le dirigeant lui évite d'entreprendre une diversification, ce qui corroborerait l'hypothèse émise au chapitre précédent.

le dirigeant vis-à-vis des intérêts actionnariaux, le risque reporté sur ce dernier est moins important. Il supporte alors plus aisément un niveau de diversification plus faible. Notre hypothèse H7 n'est donc que faiblement corroborée : l'importance relative d'administrateurs liés au dirigeant exerce un effet négatif sur la diversification. Cet impact est légèrement plus faible, mais toujours négatif, sur la diversification non liée. Ceci peut s'interpréter comme le signe qu'un contrôle moins important du dirigeant réduit sa propension à entreprendre une diversification, particulièrement non liée. Le pourcentage détenu par les administrateurs non liés au dirigeant n'a pas d'effet sur la diversification.

La variable « extcumavt » donne une idée de la concentration de l'actionnariat externe. Nous nous attendions, suivant le principe du modèle de Diamond et Verrechia (1982), et compte-tenu du contrôle de type financier qu'induit cette concentration, à ce qu'elle soit positivement liée au niveau de diversification. Tel n'est pas le cas : cette variable n'exerce jamais d'effet significatif. Nous l'avons même retiré des dernières régressions sur les composantes de la diversification. Notre hypothèse H5 est rejetée.

Nos variables de structure de propriété relatives au contrôle ne nous permettent donc pas de corroborer de façon robuste nos hypothèses.

Les variables de contrôle n'appellent pas de remarque particulière. La taille exerce, comme nous pouvions nous y attendre, un effet positif sur le niveau de diversification. Une explication intuitive à cet impact est que les grandes firmes disposent de ressources importantes leur permettant d'entrer plus facilement sur de nouveaux marchés. Leur taille est aussi une conséquence directe de leur intervention sur de multiples marchés. Au-delà de cette explication intuitive, nous avons présenté en première partie des modèles qui expliquent le lien entre diversité et taille à partir de contrats optimaux (cf. par exemple chap. 2 § 3.2.1 : modèle de Aron, 1988). L'endettement de l'entreprise est lié positivement à la diversité de l'entreprise mais son coefficient n'est pas significatif. L'intégration d'autres variables de contrôle (liées au secteur ou au niveau de risque de l'entreprise) n'affecte pas qualitativement les coefficients.

## Diversité et participation du dirigeant au capital

Il semble difficile, en première approche, de dire si la part détenue par le dirigeant et la diversité de l'entreprise sont liées de façon linéaire ou non (régressions 2, 3 et 4). En comparant les régressions 2, 3 et 4, nous observons que tant la spécification d'une relation linéaire qu'une spécification non linéaire dans les variables donne une bonne qualité d'ajustement<sup>1</sup>. Pour retenir la spécification qui colle le mieux aux données, nous pouvons nous reporter au  $R^2$  ajusté. Il semble alors que la forme spécifiée dans la 4<sup>ème</sup> régression donne le meilleur ajustement ( $R^2$  ajusté le plus élevé). Néanmoins les autres critères fournis par Eviews confèrent un avantage à la forme spécifiée par la 3<sup>ème</sup> régression<sup>2</sup>.

Pour opérer notre choix entre les formes spécifiées par la deuxième et la troisième régression, nous avons eu recours à la technique du test de point de rupture de Chow, puis à celle du test de prévision de Chow. Ces techniques sont proposées sur Eviews. Le premier test consiste à observer s'il existe un point de rupture dans la série à partir duquel la droite de régression ne suivrait plus la même linéarité que pour les premières observations. Nous avons classé nos données par ordre croissant de détention du capital (suivant la variable *diravt*), puis estimé une régression linéaire identique à la régression 2 du tableau précédent, mais n'intégrant que la part du dirigeant en variable explicative. Nous avons ensuite cherché s'il existait un point de rupture probable autour du point de retournement donné par la régression 3, c'est-à-dire autour de 50% du capital détenu par le dirigeant. Nous observons bien une non-stabilité des coefficients sur l'ensemble de la régression<sup>3</sup>. Le test de prévision de Chow permet de tester la spécification de notre modèle. Il consiste à baser l'estimation de la droite sur les  $n$  premières observations de l'échantillon ( $n$  étant laissé au choix de l'utilisateur), puis à vérifier

---

<sup>1</sup> Nous avons aussi testé une forme log linéaire, à coefficient (négatif) croissant, pour la relation entre diversification et part détenue par le dirigeant. Celle-ci s'avère moins bonne que les spécifications présentées.

<sup>2</sup> Ces autres critères sont celui de Akaike et celui de Schwartz, il convient de choisir la spécification qui donne les valeurs les plus faibles pour ces critères. La spécification selon la deuxième régression (spécification linéaire) ressort comme la moins bonne selon ces critères, celle de la quatrième régression est meilleure mais dominée par celle de la troisième régression.

<sup>3</sup> Le test employé détermine si les coefficients des deux régressions obtenues sur les deux sous-échantillons (séparé par le point de rupture) peuvent être considérés comme constant. Il renvoie une statistique F. Celle-ci rejette fermement l'hypothèse de stabilité assez largement autour du seuil de 50%. Dès la 60<sup>ème</sup> observation (qui correspond à 11% du capital détenu par le dirigeant), les coefficients des régressions menées sur deux échantillons ne peuvent être acceptés comme égaux au seuil conventionnel de 95%.

que les prévisions sur les observations suivantes ne se départissent pas trop des valeurs observées. Il compare la taille des erreurs de prévisions avec la variance que l'on aurait obtenue si l'hypothèse nulle est vraie, c'est-à-dire que les observations prédites proviennent du même modèle que celui de l'équation estimée. La statistique F obtenue en menant ce test sur notre troisième régression (relation curvilinéaire) est supérieure, quel que soit le nombre d'observations retenues pour l'estimation, à celle que nous obtenons avec une spécification linéaire<sup>1</sup>. Nous avons donc retenu les formes non linéaires comme celles qui prévalent dans la relation entre diversité et part du capital détenu par le dirigeant. Il reste néanmoins que la relation reste floue pour des participations élevées du dirigeant au capital<sup>2</sup>.

Nous retenons de ces différents tests que la relation entre part détenue par le dirigeant et diversification est, jusqu'à un certain niveau, négative. Le seuil de détention du capital à partir duquel la tendance se retourne varie suivant la spécification retenue : 50% si la forme retenue est curvilinéaire, 32% si la forme correspond à celle de la 4<sup>ème</sup> régression. Selon la spécification de la quatrième régression, un nouveau retournement intervient à 55% du capital et la relation entre diversité et part du dirigeant devient de nouveau négative. Ces seuils restent valables quelle que soit la mesure de diversité retenue (nombre de code SIC2, SIC3, indice d'Herfindahl). *Nous en concluons que l'hypothèse H3 stipulant un lien négatif linéaire entre part du capital détenue par le dirigeant et performance n'est pas corroborée.* Il existe donc soit un enracinement du dirigeant se manifestant par des diversifications pour des participations au capital significatives (entre 30% et 55%), soit un effet de protection de son risque financier pour des participations importantes (à partir de 50%).

Notre hypothèse H3' prévoit une relation curvilinéaire entre part détenue par le dirigeant et diversification, le dirigeant étant sensible à une réduction de son risque financier

---

<sup>1</sup> Néanmoins les valeurs des F que renvoie ce second test de Chow ne nous permettent pas d'affirmer que notre modèle curvilinéaire colle parfaitement aux données.

<sup>2</sup> Nous avons effectué diverses régressions linéaires dans la variable "diravt" sur divers sous échantillons pour des participations élevées. A aucun moment il ne nous a été possible de trouver un coefficient de la variable « diravt » positif et significatif au seuil conventionnel de 95%. Le coefficient devient positif et est le plus significatif (seuils de 85 à 90%) pour des participations comprises entre 22,28% du capital (70<sup>ème</sup> observation) et 43% (92<sup>ème</sup> observation), ce qui est compatible avec un enracinement du dirigeant par diversification mais ne « colle » pas vraiment aux résultats des spécifications de nos modèles.

pour un niveau de participation élevé. Cette hypothèse trouve un début de corroboration à travers la qualité de la troisième régression. Nos résultats sont alors semblables à ceux obtenus par Denis et al. (1997) sur le marché américain. Mais cette spécification est en concurrence avec celle de la quatrième régression qui fait prévaloir une relation d'abord décroissante (jusqu'à 32% du capital), croissante (de 32% à 55%) puis de nouveau décroissante à partir de 55%. Certes, quelques indicateurs statistiques accordent un léger avantage à la forme prévue par notre hypothèse H3', mais la spécification de la 4<sup>ème</sup> régression trouve aussi des arguments théoriques sur lesquels s'appuyer. Elle peut refléter, au niveau de la diversification, l'hypothèse de Morck et al. (1988). Jusqu'à 32% du capital la convergence des intérêts dominerait : le dirigeant serait incité à gérer dans l'intérêt des actionnaires et ne pourrait se soustraire complètement aux contrôles et menaces qui pèsent sur lui. Au-delà de ce seuil, le dirigeant enraciné s'affranchirait de ce contrôle. Il mettrait en œuvre une diversification coûteuse pour les actionnaires jusqu'au point où les bénéfices qu'il tire pour sa personne de la diversité de l'entreprise, sont supérieurs aux coûts qu'il supporte. A partir de 55% du capital, le dirigeant supportant une part importante des coûts issus de la stratégie mise en œuvre, la convergence d'intérêt dominerait de nouveau et la diversité de l'entreprise serait réduite. Cette interprétation est simple et séduisante. Elle ne fait pas du risque financier que supporte le dirigeant un élément central de l'analyse. Un des moyens de distinguer entre les deux formes proposées, et de vérifier par-là si notre hypothèse H3' est corroborée, est d'intégrer à l'analyse le risque de l'entreprise. Ceci sera réalisé dans le prochain paragraphe.

Une première incursion dans la mise à jour des motifs qui pousseraient le dirigeant à augmenter la diversité de l'entreprise pour un niveau de participation au capital significatif consiste à s'intéresser à la nature de la diversification qui est privilégiée. Cette fois les formes des relations qui prévalent ne laissent pas de doute (régressions 5 et 6). La diversification non liée est négativement liée à la part du dirigeant dans le capital jusqu'à 59% puis elle augmente. La composante liée de la diversification décroît linéairement avec cette part. La diversification non liée augmente donc lorsque le dirigeant est fortement engagé au capital. Or nous avons vu que cette composante de la diversité est négativement liée au risque spécifique de l'entreprise et positivement au risque systématique. Globalement la diversification a donc

un impact négatif sur le risque total de l'entreprise<sup>1</sup>. En augmentant la diversification et sa composante non liée pour d'importante participation, le dirigeant provoquerait donc une baisse du risque de l'entreprise mais aux prix d'une stabilité, voire d'une hausse de sa composante systématique. A espérance de rentabilité constante, les actionnaires se trouvent floués puisqu'ils ne profitent pas des gains de réduction du risque dont peut profiter le dirigeant. L'explication de la hausse du niveau de diversification pour des participations managériales élevées par un motif de réduction du risque de l'entreprise apparaît donc cohérente et notre hypothèse H3' trouve un début de corroboration.

### **Diversification des entreprises lors d'acquisitions et structure de propriété**

La relation entre part détenue par le dirigeant et tendance stratégique initiée par les acquisitions est, d'une manière générale, plus faible que dans les régressions précédentes. Elle est aussi plus simple : seule une spécification linéaire ou log-linéaire dans les variables donne des coefficients approchant un niveau de significativité acceptable. Les principaux résultats de nos régressions figurent dans le tableau 31.

---

<sup>1</sup> Les résultats de l'impact de la diversité non liée sur le risque total de l'entreprise n'ont pas été repris dans nos tableaux car ils n'atteignent pas le seuil de significativité conventionnel de 95%. Le significativité du coefficient de la variable « entropnonlie » est même légèrement inférieure à 90%. Ceci est dû à son effet opposé sur les composantes systématiques et spécifiques du risque. Il convient néanmoins de noter que, bien que non significatif, ce coefficient est négatif.

*Tableau 31 : Régressions de variations dans la diversité de l'entreprise suite à une acquisition sur des variables de structure de propriété de l'entreprise*

Régressions de variations dans les indicateurs de diversité des entreprises sur des variables de structure de propriété des entreprises selon la méthode des moindres carrés en tenant compte d'une possible hétéroscédasticité des résidus (correction de Newey-West). L'échantillon est composé de 107 observations dans chaque régression. En gras figurent les coefficients significativement différents de 0 au seuil conventionnel de 95%.

Les variables indépendantes sont:

Diravt : pourcentage d'intérêt du dirigeant dans le capital de l'entreprise mesurée à la date antérieure la plus proche de la date d'annonce de l'acquisition. Log() désigne son logarithme.

Extcumavt: pourcentage cumulé détenu par les actionnaires connus non représentés au conseil.

Sic3: nombre de secteurs 3 chiffres de l'entreprise avant l'acquisition.

Log (CA): logarithme du chiffre d'affaires de l'exercice précédent celui d'une acquisition.

Dettes/MV: dettes à plus d'un an sur capitalisation boursière à la fin de l'exercice précédent une acquisition.

Variables dépendantes	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	DHerfindahl	DHerfindahl	DEntropie	DEntropie	Dentropie liée	Dentropie non liée
<hr/>						
Variables indépendantes						
Constante	0.053 (0.518)	-0.051 (0.557)	-0.056 (0.728)	0.094 (0.553)	-0.030 (0.759)	0.124 (0.192)
Diravt	-0.108 (0.078)		0.196 (0.091)			
Log (Diravt)		<b>-0.020</b> (0.014)		<b>0.035</b> (0.029)	<b>0.019</b> (0.051)	<b>0.016</b> (0.050)
Extcumavt	<b>-0.325</b> (0.017)	<b>-0.324</b> (0.057)	<b>0.561</b> (0.006)	<b>0.561</b> (0.054)	0.396 (0.123)	0.164 (0.128)
Sic3	<b>-0.017</b> (0.069)	<b>-0.033</b> (0.041)	0.033 (0.123)	0.063 (0.047)	<b>0.031</b> (0.071)	0.032 (0.060)
Log (CA)	0.001 (0.741)	0.006 (0.325)	-0.005 (0.578)	-0.012 (0.317)	0.001 (0.897)	-0.012 (0.104)
Dettes/MV	0.005 (0.752)	0.016 (0.417)	-0.019 (0.487)	-0.038 (0.297)	-0.040 (0.066)	0.002 (0.899)
R <sup>2</sup> ajusté	0.074	0.121	0.073	0.123	0.092	0.083
F	2.688 (0.025)	2.906 (0.020)	2.669 (0.026)	2.964 (0.018)	2.423 (0.044)	2.260 (0.057)

Les variables de contrôle intégrées concernent le niveau de diversification de l'entreprise avant l'acquisition, sa taille et son endettement. Mis à part le niveau de diversification initial de l'entreprise, qui peut avoir un effet sur la variation des indices de diversification, les autres variables ont été intégrées alors qu'elles n'ont pas d'effets

prévisibles a priori et qu'elles ne contribuent qu'à réduire le  $R^2$  ajusté et, dans une moindre mesure, la significativité des coefficients de diversification. Si nous supprimons les variables d'endettement et de taille, le  $R^2$  ajusté de chaque régression avoisine les 15%, tandis que le coefficient de la variable « diravt » approche le seuil de significativité de 99% (sauf pour la dernière régression). La stabilité des coefficients nous autorise, malgré leur faible significativité, à interpréter les résultats.

Remarquons dans un premier temps que seule la variable « extcumavt », pourcentage cumulé du capital détenu par les actionnaires connus non représentés au conseil, est intégrée en tant que variable de contrôle du dirigeant. Toutes les variables concernant les administrateurs se révèlent non explicatives (valeur p de l'ordre de 0,90). Elles ne sont pas présentées dans nos résultats. La concentration de l'actionnariat externe tend à amplifier la diversification qu'engage en moyenne une acquisition. Ce résultat est compatible avec le modèle de Diamond et Verrechia (1982) : lorsque les dirigeants font face à des actionnaires qui ne peuvent observer précisément leurs actes (contrôle de type financier), ils ont tendance à privilégier une réduction du risque de l'entreprise. Nous avons vu que les acquisitions qui diversifient l'entreprise sont susceptibles de réduire son risque. Notre hypothèse H5 est corroborée en ce qui concerne la diversification opérée lors d'acquisition.

Le pourcentage détenu par le dirigeant exerce un impact positif sur la diversification entreprise lors d'une acquisition. Le coefficient de la variable « diravt » est positif décroissant, la spécification log-linéaire se révélant mieux ajustée que la relation linéaire. La propension du dirigeant à diversifier l'entreprise lors d'une acquisition décroît donc avec le pourcentage de capital qu'il détient. Il reste qu'une acquisition entrainera une diversification d'autant moins importante en moyenne que la part qu'il détient est importante. Ceci n'est pas conforme à la relation curvilinéaire trouvée entre diversité et part du dirigeant dans les tests précédents. *Aussi concluons-nous à une corroboration de l'hypothèse H3b. L'hypothèse H3b' est rejetée.* Ceci constitue un indice ne plaidant pas en faveur d'une sensibilité du dirigeant au risque de l'entreprise d'autant plus importante que son engagement financier est important. Rappelons que la diversification engagée lors d'une acquisition influence à la baisse, à travers sa composante liée, uniquement la composante spécifique du risque de l'entreprise (et par contre-coup son risque total). Il subsiste un risque de transfert de richesse des actionnaires vers

les créanciers, risque qui serait compensé pour le dirigeant par les bienfaits de la réduction du risque de l'entreprise, mais dont pourraient pâtir les actionnaires dont le portefeuille est mieux diversifié.

Avant de conclure sur le lien entre diversification et structure de propriété du capital, nous observons si la participation du dirigeant au capital est significativement associée au risque de l'entreprise. Les résultats obtenus jusqu'ici, et la corroboration de notre hypothèse H3', suggèrent qu'un lien négatif devrait voir le jour entre participation du dirigeant au capital et risque de l'entreprise.

#### ***1.2.1.2 Part du dirigeant dans le capital et risque de l'entreprise***

A travers diverses régressions de la participation du dirigeant et de variables de contrôle sur le risque de l'entreprise, nous arrivons aux résultats suivants :

- La participation du dirigeant est négativement liée, de façon significative, au *niveau de risque* de l'entreprise et à chacune de ses composantes.
- La participation du dirigeant n'est pas liée significativement à la *variation du risque* et de ses différentes composantes.

La première observation est conforme à nos attentes : une participation importante du dirigeant est associée à un risque plus faible de l'entreprise. Ceci pourrait refléter sa sensibilité au risque que court son capital financier. Le deuxième résultat ne confirme pas le premier mais ne l'infirme pas non plus. Il nous incite à penser qu'une participation importante du dirigeant ne le conduit pas à vouloir réduire systématiquement le risque de l'entreprise, mais qu'il prévaut, en moyenne, une situation d'équilibre entre la participation du dirigeant et le risque de l'entreprise. Afin de vérifier si un équilibre existe, nous avons régressé les variations du risque de l'entreprise sur les variations de la participation managériale autour de l'acquisition. S'il existe, en moyenne, un équilibre entre ces variables, et si, comme nos résultats le suggèrent, le dirigeant est sensible au risque de l'entreprise, un lien devrait voir le jour entre ces variations. Nos régressions ne nous ont pas permis d'obtenir de résultats significatifs au seuil de confiance de 95%. Ils indiquent qu'aucun lien n'existe entre variations

du risque systématique et variations de la participation managériale, un lien négatif (mais non significatif)<sup>1</sup> voit le jour entre variations du risque total et spécifique et variations de la participation managériale : à une hausse de l'engagement financier du dirigeant suite à l'acquisition correspond une baisse du risque total et spécifique de l'entreprise. Les principaux résultats sont illustrés par les régressions des tableaux 32 et 33.

*Tableau 32 : Niveau de risque de l'entreprise et participation du dirigeant au capital*

Régressions de la participation du dirigeant au capital sur le risque des entreprises selon la méthode des moindres carrés en tenant compte d'une possible hétéroscédasticité des résidus (correction de Newey-West). L'échantillon est composé de 107 observations dans chaque régression. En gras figurent les coefficients significativement différents de 0 au seuil conventionnel de 95%.

Les variables indépendantes sont:

Diravt : pourcentage d'intérêt du dirigeant dans le capital de l'entreprise mesuré à la date antérieure la plus proche de la date d'annonce de l'acquisition

Log (CA): logarithme du chiffre d'affaires de l'exercice précédent celui d'une acquisition.

Dettemv: dettes à plus d'un an sur capitalisation boursière à la fin de l'exercice précédent une acquisition.

Variables dépendantes	(1)	(2)	(3)
	Risque total	Risque spécifique	Risque systématique
<hr/>			
Variables indépendantes			
Constante	0.035 (0.000)	0.041 (0.000)	-0.008 (0.005)
Diravt	<b>-0.006</b> (0.0134)	<b>-0.005</b> (0.040)	<b>-0.003</b> (0.010)
Log(CA)	<b>-0.001</b> (0.000)	<b>-0.001</b> (0.000)	<b>0.001</b> (0.000)
Dettemv	0.003 (0.136)	0.002 (0.254)	<b>0.002</b> (0.001)
<hr/>			
R <sup>2</sup> ajusté	0.169	0.211	0.431
F	8.208 (0.000)	10.46 (0.000)	25.970 (0.000)
<hr/>			

Il existe en outre de faibles traces cohérentes avec notre analyse selon laquelle les dirigeants d'entreprises performantes seraient plus sensibles au risque qui pèse sur leur richesse et plus averses au risque : en menant les mêmes régressions qu'au-dessus, avec un échantillon réduit aux firmes réalisant des acquisitions créatrices de richesse (rentabilités

<sup>1</sup> Les coefficients atteignent à peine une significativité au seuil de confiance de 90%.

anormales positives), nous obtenons des coefficients plus importants en valeur absolue sur la variable « Diravt » et des niveaux de significativité plus importants. Ces indices sont néanmoins faibles puisque la même procédure réalisée en ne retenant que les firmes possédant un q de Tobin supérieur à l'unité ou à la médiane de l'échantillon n'affecte pas les résultats.

L'intégration de variables de contrôles supplémentaires dans les régressions précédentes et suivantes n'influe pas sur les résultats. Elles sont non significatives statistiquement et ne contribuent qu'à diminuer la qualité de la régression. La taille mesurée par le chiffre d'affaires reçoit les mêmes coefficients que dans nos régressions de la diversité sur le risque et ses composantes. L'endettement n'a d'impact significatif que sur le risque systématique. Cette observation est étonnante : nous n'observons pas d'impact sur ce risque lors de nos régressions de la diversité sur le risque de l'entreprise. Cet effet positif significatif est normal, il devrait aussi, de par l'effet de levier de la dette, se retrouver au niveau du risque total.

*Tableau 33 :Variation du niveau de risque de l'entreprise et participation du dirigeant au capital*

Régressions de la variation dans la participation du dirigeant au capital sur le rapport des risques de l'entreprise estimés avant puis après l'acquisition. Méthode des moindres carrés en tenant compte d'une possible hétéroscédasticité des résidus (correction de Newey-West). L'échantillon est composé de 107 observations dans chaque régression. En gras figurent les coefficients significativement différents de 0 au seuil conventionnel de 95%.

Les variables indépendantes sont:

Dirapr-Diravt : variation du pourcentage d'intérêt du dirigeant dans le capital de l'entreprise mesuré autour de la date d'annonce de l'acquisition

Log(CA): logarithme du chiffre d'affaires de l'exercice précédent celui d'une acquisition.

Dettes/MV: dettes à plus d'un an sur capitalisation boursière à la fin de l'exercice précédent une acquisition.

Variables dépendantes	(1)	(2)	(3)
	Delta Risque total	Delta Risque spécifique	Delta Risque systématique
<hr/>			
Variables indépendantes			
Constante	1.090 (0.000)	1.022 (0.000)	3.402 (0.020)
Dirapr-Diravt	-1.311 (0.112)	-1.402 (0.1015)	-0.936 (0.785)
Log(CA)	-0.002 (0.912)	0.003 (0.851)	-0.137 (0.173)
Dette/MV	-0.047 (0.402)	-0.042 (0.462)	<b>-0.473</b> (0.020)
R <sup>2</sup> ajusté	0.001	0.011	0.083
F	1.288 (0.282)	1.400 (0.248)	4.003 (0.001)

**N.B.: la faiblesse des R<sup>2</sup> ajustés et statistiques F provient des variables de contrôle. La suppression de ces variables n'affecte en rien les coefficients de l'autre variable explicative ni sa (faible) significativité mais assure une significativité aux régressions dans leur ensemble.**

Nous ne nous appesentirons pas sur les résultats reportés dans le dernier tableau, les coefficients de la variable de variation de la participation managériale n'étant pas significatifs au seuil conventionnellement retenu. Le coefficient de cette variable semble anormalement élevé. Signalons que sur les 107 observations pour lesquelles nous disposons de toutes les données, seules 48 d'entre-elles enregistrent une variation de la participation managériale après l'acquisition. Une régression sur ces 48 observations conduit à des résultats semblables (coefficient négatif plus faible mais pas plus significatif).

### ***1.2.1.3 Synthèse sur le lien entre structure de propriété et diversification***

*L'hypothèse H3' avançant que la relation entre participation du dirigeant et niveau de diversification semble être celle qui prévaut sur nos données.* Nous tirons cette conclusion de deux constats. En premier lieu, une spécification curvilinéaire donne les meilleurs ajustements des régressions sur nos données. Ensuite, la part détenue par le dirigeant exerce une influence négative sur le risque de l'entreprise. Or l'analyse conduisant à notre hypothèse H3' se fonde en partie sur des arguments tirés de Amihud et Lev (1981) pour lesquels l'aversion au risque du dirigeant est une variable importante de ces choix stratégiques.

En effet, la relation négative entre diversité et part du dirigeant dans le capital dans un premier temps n'est pas fondée simplement sur une éventuelle « zone » de convergence d'intérêt. Elle part du principe que, à mesure que sa part augmente dans le capital, le dirigeant voit se réduire les risques que font peser sur sa rémunération et son poste un contrôle de type financier. Quel que soit le type de contrôle pratiqué, la menace extérieure, dont le dirigeant cherche à s'affranchir par une stratégie d'enracinement, s'amenuise aussi avec sa participation dans le capital. A partir de 50% de détention du capital, et probablement avant, le dirigeant n'est plus sensible à ces risques. Si la diversification perd de son intérêt en tant que moyen de protection de son capital humain pour des participations non négligeables du dirigeant, elle reste néanmoins une consommation possible de son enracinement, pour un motif de croissance par exemple, et surtout un moyen de réduire le risque qui pèse sur son capital financier immobilisé dans l'entreprise. Ainsi pour des participations non négligeables, le dirigeant serait tenté de diversifier l'entreprise pour assurer à son capital financier une meilleure stabilité. Nos résultats sur la relation entre diversification et risque, et, entre structure de propriété et risque font de la diversification de l'entreprise un moyen possible pour le dirigeant de jouer sur le risque de son entreprise à travers la stratégie mise en œuvre. Les coûts d'agence évoqués par Amihud et Lev (1981) trouveraient donc à se réaliser pour des participations importantes du dirigeant, ce dernier sacrifiant des projets très rentables à des projets moins risqués, mais moins rentables (ajustés par le risque systématique) pour les actionnaires.

Si notre analyse est juste, les coûts subis par les actionnaires devraient se matérialiser

dans nos mesures de performance ex-ante.

Soulignons que notre analyse s'est heurtée à quelques déconvenues. Les hypothèses concernant les variables de contrôle du dirigeant sont rarement corroborées ou clairement rejetées faute de significativité des coefficients. Il n'existe que peu de résultats confirmant que ces variables, à travers le type de contrôle qu'elles impliquent pour le dirigeant, influencent la stratégie de l'entreprise. Nous avons seulement pu mettre en évidence un impact positif de l'actionnariat externe sur la tendance de l'entreprise à entreprendre une diversification, de nature plutôt liée, lors d'une acquisition. Nos variables liées aux administrateurs se sont révélées souvent non significatives. Il est néanmoins possible que ces variables, sans contraindre directement la stratégie du dirigeant, soient significatives au niveau de l'analyse des performances.

### **1.2.2 Structure de propriété, performance et opportunisme managérial**

Nous avons observé :

- 1) un impact négatif de la diversification sur la performance (cf. § 1.1.2)
- 2) une relation curvilinéaire entre structure de propriété et diversification de forme curvilinéaire (cf. § 1.2.1.1). La relation croissante pour des participations élevées étant attribuée à une aversion au risque du dirigeant qui cherche à protéger son capital financier par réduction du risque de l'entreprise<sup>1</sup>.

En conséquence, une manifestation opportuniste du dirigeant, si elle trouve à s'exprimer dans les stratégies de diversification, devrait nous conduire à observer une relation entre part du capital détenue par le dirigeant et performance conforme à celle postulée par notre hypothèse H4'. Ces variables devraient être positivement associées, mais selon une relation à coefficient

---

<sup>1</sup> Rappelons que les indices d'un tel comportement sont convergents : observation d'une diversité non liée qui croît avec la participation managériale, cette diversité contribuant à réduire le risque (total et spécifique) de l'entreprise ; l'observation d'un impact positif de la participation managériale sur la diversification liée *lors d'acquisition*, cette composante de la diversification ayant un impact négatif sur la variation du risque total et spécifique ; enfin un lien négatif entre participation managériale et niveau de risque de l'entreprise.

décroissant avec un possible point de retournement pour la performance mesurée par le q de Tobin.

Suivant la méthodologie suivie jusqu'ici, des régressions de la participation managériale sur nos mesures de performance ont été réalisées. Elles intègrent de nombreuses variables : les autres variables de structure de propriété bien sûr, mais aussi les variables de risque de l'entreprise dans le cas des acquisitions, une diminution du risque de l'entreprise devant être associée, si elle correspond à un comportement opportuniste du dirigeant, à une moins bonne performance. Nous présentons d'abord les résultats pour la performance mesurée au niveau des entreprises, puis ceux obtenus au niveau des acquisitions.

#### ***1.2.2.1 Participation managériale et performance des entreprises impliquées dans des acquisitions***

Un problème essentiel pour notre étude est la forme de la relation liant participation managériale et performance. Afin d'opérer un choix entre les différentes spécifications possibles, nous présentons dans le tableau 34 les résultats de régressions prenant en compte uniquement la participation managériale ou des transformations de cette variable comme variable explicative.

Les trois premières régressions font apparaître que la spécification curvilinéaire avec point de retournement (reg. 2) s'ajuste moins bien aux données. Il est par contre beaucoup plus difficile de discriminer entre la forme linéaire (régression 1) et la forme log-linéaire (régression 3). Un très léger avantage se dessine en faveur de la spécification log-linéaire : la relation entre la part que détient le dirigeant et la performance de l'entreprise est croissante à coefficient décroissant. Bien qu'il n'intervienne pas de point de retournement, ce résultat corrobore notre hypothèse H4'. Remarquons que l'hypothèse H4 qui spécifie une relation croissante linéaire se trouve aussi, mais de façon légèrement plus faible, corroborée.

*Tableau 34 : Choix de la forme de la relation entre participation managériale et performance*

Régressions de la participation du dirigeant au capital sur le q de Tobin estimé de l'entreprise (3 premières régressions). La quatrième régression intègre en variable explicative l'intérêt financier du dirigeant au capital plus la part détenue ou représentée par les membres du conseil. Méthode des moindres carrés en tenant compte d'une possible hétéroscédasticité des résidus (correction de Newey-West). L'échantillon est composé de 107 observations dans chaque régression. En gras figurent les coefficients significativement différents de 0 au seuil conventionnel de 95%.

Variables dépendantes	(1) q estimé	(2) q estimé	(3) q estimé	(4) q estimé
<b>Variables indépendantes</b>				
Constante	1.533 (0.000)	1.465 (0.000)	1.502 (0.000)	0.625 (0.060)
Diravt	<b>1.928</b> (0.004)	<b>3.322</b> (0.095)		
Carré(Diravt)		<b>-2.195</b> (0.474)		
Log(Diravt)**			<b>2.526</b> (0.003)	
Diravt+Admavt				<b>5.967</b> (0.004)
Carré (Diravt+ Admavt)				<b>-5.505</b> (0.021)
R <sup>2</sup> ajusté	0.059	0.054	0.061	0.015
F	7.670 (0.005)	4.052 (0.020)	7.998 (0.005)	1.818 (0.167)
AIC*	1.179	1.193	1.176	1.233
Schwarz*	1.228	1.267	1.225	1.307

\*: Critères d'information de Akaike et de Schwarz fournis par E-Views. Ils donnent un critère d'appréciation de la qualité de l'ajustement. La spécification donnant la valeur la plus faible de ces critères doit être retenue comme la meilleure. Le coefficient de Schwarz pénalise plus fortement que AIC l'introduction d'une variable supplémentaire dans la régression.

\*\* : Il a été ajouté 1% à la variable "Diravt" lorsque l'on prend son logarithme afin d'éviter une réduction (à 70 observations) de l'échantillon. Les résultats sont par ailleurs les mêmes si l'on prend cette échantillon réduit où "diravt" est supérieur à 0.

La quatrième régression ne figure que dans un but de comparaison avec des études

menées aux Etats-Unis<sup>1</sup>. Mc Connell et Servaes (1991), sur un échantillon de plus de 1100 firmes américaines, observent une relation curvilinéaire entre la participation au capital *des membres du conseil d'administration*. Si nous retenons des variables proches de la leur, il se dessine effectivement une relation curvilinéaire, celle-ci n'est cependant pas valable pour la participation managériale. Cette première étape franchie, nous intégrons des variables de structure de propriété et de contrôle dans nos régressions (cf. tableau 35).

Les résultats obtenus avec une spécification log-linéaire sont quasiment, comme précédemment, une copie conforme de ceux obtenus avec une spécification linéaire. Ces résultats divergent de ceux obtenus par Charreaux (1991) ou Djelassi (1996) sur le marché français pour ce qui est de l'effet de la participation managériale. Ceci pourrait provenir de notre échantillon. Nous nous intéressons à une classe « particulière » de firmes : celles qui ont effectué au moins une acquisition importante (influençant la tendance stratégique mesurée) entre 1991 et 1997. Mais cette caractéristique ne constitue pas une particularité si importante : grandes firmes et petites firmes y sont représentées<sup>2</sup> ; les acquisitions ne sont plus l'apanage de grands groupes : les petits et moyens groupes cotés se multiplient. La différence provient plus probablement des variables différentes utilisées dans ces études.

---

<sup>1</sup> Nous avons aussi tenté de trouver des points de rupture (test de Chow) et d'estimer des régressions linéaires par morceaux comme le fait Cho (1998). Outre une faible probabilité de rupture dans la série, les résultats obtenus sont peu significatifs et les seuils qui maximisent la significativité des coefficients ne peuvent que nous inciter à la prudence. La relation serait croissante entre 0 et 1% de capital détenu (seuil de confiance de 90%), décroissante non significative entre 1% et 36% puis négative non significative au-delà. Or, il n'existe que 5 observations de participations managériales différentes de 0% en dessous de 1%.

<sup>2</sup> Notre échantillon pourrait représenter une particularité au niveau des secteurs d'activité représentés. Certains secteurs auraient pu connaître une vague d'acquisition plus importante et seraient surreprésentés. Nous n'avons pas explicitement contrôlé cet effet : rien ne garantit que notre échantillon donne une image fidèle la structure par secteur d'activité des firmes françaises. Néanmoins, lors du calcul de nos variables sectorielles, nous avons pu constater que quasiment tous les (24) secteurs étaient représentés, même si une activité assez forte des acquisitions dans la distribution de détail peut conduire à une surreprésentation des entreprises de ce secteur.

*Tableau 35 : Régression des variables de structure de propriété sur la performance des entreprises*

Régressions de la participation du dirigeant au capital sur le q de Tobin estimé de l'entreprise (3 premières régressions). La quatrième régression intègre en variable explicative l'intérêt financier du dirigeant au capital plus la part détenue ou représentée par les membres du conseil. Méthode des moindres carrés en tenant compte d'une possible hétéroscédasticité des résidus (correction de Newey-West). L'échantillon est composé de 107 observations dans chaque régression. En gras figurent les coefficients significativement différents de 0 au seuil conventionnel de 95%.

Les variables indépendantes sont:

Diravt: participation du dirigeant calculée à la date antérieure la plus proche de la date d'annonce

Typecontrôle: rapport du pourcentage des administrateurs liés à celui détenu par les administrateurs "non liés" au dirigeant.

Extcumavt: pourcentage cumulé détenu par les actionnaires connus non représentés au conseil (et non liés au dirigeant)

Log(CA), dette/MV: variables de taille et d'endettement mesurées à la fin de l'exercice précédent celui de réalisation d'une acquisition

Sectmv: taux de croissance moyen sur 3 ans de la capitalisation boursière des entreprises appartenant au même secteur principal que celui de l'entreprise.

Variables dépendantes	(1)	(2)
	q estimé	q estimé
<hr/>		
Variables indépendantes		
Constante	4.281 (0.001)	4.336 (0.001)
Log(Diravt+1%)	<b>1.933</b> (0.017)	
Diravt		<b>1.458</b> (0.025)
typecontrôle	<b>-0.016</b> (0.005)	<b>-0.016</b> (0.005)
Extcumavt	-0.016 (0.410)	-0.016 (0.421)
Log(CA)	-0.152 (0.058)	-0.154 (0.058)
Dette/MV	<b>-1.550</b> (0.000)	<b>-1.549</b> (0.000)
Sectmv	1.049 (0.154)	1.050 (0.154)
<hr/>		
R <sup>2</sup> ajusté	0.278	0.276
F	7.62 (0.000)	7.54 (0.000)
<hr/>		

La participation managériale ne correspond (a priori) pas dans les études sus-citées à

l'intérêt financier du dirigeant de droit ou de fait dans l'entreprise étudiée. Elle intègre la participation détenue par la société mère si l'entreprise est contrôlée. Nous distinguons ces deux composantes (la part de la société mère étant classée en « administrateur lié » et s'interprétant comme un levier d'enracinement possible du dirigeant).

Notre hypothèse H4' (et H4 dans une moindre mesure) est corroborée : la relation croissante à coefficient décroissant qui prévaut entre participation managériale et performance de l'entreprise est compatible avec un opportunisme managérial compte-tenu de nos observations précédentes. La diversité de l'entreprise exerce, en moyenne, un effet négatif sur la performance. Les dirigeants limitent donc la diversité lorsque leur participation s'élève dans le capital. Au-delà d'un certain seuil, ils limitent le risque encouru par leur capital financier et trouvent des avantages à diversifier de nouveau l'entreprise, en conséquence le lien positif entre leur participation et la performance de l'entreprise s'infléchit.

Seule une variable liée au contrôle du dirigeant est significative : le rapport du pourcentage détenu par les administrateurs liés au dirigeant sur celui détenu par les administrateurs non liés au dirigeant. Une valeur élevée de cette variable signifie que le dirigeant contrôle une part importante des intérêts représentés au conseil. Ceci caractérise en particulier les firmes dites contrôlées. Une valeur faible sera souvent observée pour les entreprises importantes contrôlées par plusieurs autres (en général, cela correspond aux firmes dites managériales)<sup>1</sup>. On observe que plus le dirigeant *contrôle* (indirectement) une part importante du capital, moins la performance de l'entreprise étudiée est, en moyenne, élevée. Djelassi (1996) constate que les firmes « contrôlée » réalisent de moins bonnes performances avec certains indicateurs. Le coefficient de la variable « typecontrôle » reprend cet effet : les firmes « contrôlées » par le dirigeant (de la société mère), mais non possédées par lui, sont moins performantes.

La concentration de l'actionnariat externe n'exerce aucune influence sur la performance globale des entreprises : notre hypothèse H6 est rejetée pour cette mesure de

---

<sup>1</sup> Cette variable ne connaît que peu de valeurs moyennes : son maximum s'établit à 70, son minimum à 0, sa moyenne à 6,71 et sa médiane à 0,97.

performance. Un résultat différent pourraient être obtenu dans les opérations stratégiques que constituent les acquisitions.

Les autres variables de contrôle (taille et endettement) n'appellent pas de remarques particulières. Elles reçoivent la même interprétation que lors des premiers tests de ce chapitre (cf. tableau 27).

### ***1.2.2.2 Participation managériale et performance lors d'acquisition***

Il nous a été impossible de mettre en lumière un quelconque lien significatif au seuil conventionnel (95%) entre les variables de structure de propriété et la performance des acquisitions. Nous ne faisons qu'approcher le seuil de confiance de 90%. Ces résultats se distinguent de ceux obtenus par Lewellen et al. [1989] sur le marché américain. Notons que ces auteurs n'intègrent que le pourcentage de capital détenu par les dirigeants les mieux payés ou par l'ensemble des dirigeants et administrateurs. Si nous intégrons l'ensemble des participations représentées au conseil, nous ne trouvons toujours pas d'effet positif significatif.

Différentes spécifications ont été essayées : le carré de la participation managériale a été intégré afin de voir si la relation n'était pas curvilinéaire, mais la qualité de la régression se révèle moins bonne. Nous avons aussi déterminé deux seuils de « cassure » probables (test de Chow) qui maximisent la significativité des coefficients se trouvant devant les variables de pourcentage détenu par le dirigeant<sup>1</sup>. Là encore la régression ne se révèle pas supérieure ( $R^2$  ajusté plus faible et F plus faible) à la régression présentée.

---

<sup>1</sup>La procédure suivie est celle d'une « recherche en grille », les deux seuils optimaux au niveau des RAC sont de 9.9% du K et 39% du K. La relation entre RAC et pourcentage détenu par le dirigeant est positive « significative » (seuil de 90%) en deça de 9.9%, négative non significative entre 9.9 et 39%, positive non significative au-delà.

Tableau 36 : Performance des acquisitions et structure de propriété du capital

Régression des rentabilités anormales cumulées lors d'acquisitions sur les variables de structure de propriété du capital. Méthode des moindres carrés tenant compte d'une possible hétéroscédasticité des résidus (correction de Newey-West). L'échantillon est composé de 107 observations dans chaque régression. En gras figurent les coefficients significativement différents de 0 au seuil conventionnel de 95%.

Variables explicatives:

Diravt: participation du dirigeant calculée à la date antérieure la plus proche de la date d'annonce

Typecontrôle: rapport du pourcentage des administrateurs liés à celui détenu par les administrateurs "non liés" au dirigeant.

Extcumavt: pourcentage cumulé détenu par les actionnaires connus non représenté au conseil (et non liés au dirigeant)

Log(CA), dette/MV: variables de taille et d'endettement mesurée à la fin de l'exercice précédent celui de réalisation d'une acquisition

Sectmv: taux de croissance moyen sur 3 ans de la capitalisation boursière des entreprises appartenant au même secteur principal que celui de l'entreprise

Variables	Constante	Diravt	Type contrôle	extcum	Delta risque	Log (CA)	Dette/MV	Sectmv	R <sup>2</sup> ajusté	F
RAC	0.047 (0.5358)	0.061 (0.090)	0.001 (0.177)	0.002 (0.142)	-0.063 (0.124)	-0.000 (0.970)	-0.028 (0.253)	0.022 (0.091)	0.123	1.907 (0.077)

Les autres variables de structure de propriété ne sont pas significatives non plus. Nos hypothèses H6 et H8 ne sont pas corroborées pour les acquisitions. La variation du risque total de l'entreprise, bien que non significative, indique qu'une diminution du risque de l'entreprise entraîne une hausse de la rentabilité anormale toutes choses égales par ailleurs. Ceci contredit l'existence de transferts de richesses des actionnaires vers les créanciers lors d'acquisition. De plus, si l'on conduit la même régression avec les firmes affichant une tendance à la diversification lors de l'acquisition (Delta Entropie supérieure 0), le coefficient de la variable de variation du risque de l'entreprise reste négatif, moins significatif, les autres coefficients étant qualitativement inchangés. Cela infirme partiellement l'hypothèse de Amihud et Lev [1981] en partie fondée sur l'existence de coûts d'agence liés à des transferts de richesse des actionnaires vers les créanciers lors de diversification.

L'aversion au risque du dirigeant n'est pas forcément stable. L'analyse de l'aversion au risque du dirigeant (chap. 7) nous conduit à supposer que les dirigeants d'entreprises performantes deviennent plus averses au risque. Si c'est le cas, ces derniers pourraient

entreprendre des acquisitions réductrices du risque de l'entreprise au détriment de l'intérêt des actionnaires. Nous avons donc conduit la même régression pour les acquisitions d'entreprises jugées performantes ( $q$  de Tobin supérieur à 1 ou à 1.22). Le coefficient de la variable de variation du risque de l'entreprise devient dans ce cas significatif au seuil de confiance de 98%, mais reste négatif<sup>1</sup> : les dirigeants d'entreprises performantes n'infligent pas de coût pour un motif de réduction du risque lors d'acquisition.

Parmi les variables de contrôle intégrées, seule la croissance du secteur principal de l'entreprise avant l'acquisition affiche un coefficient significatif : les firmes acquéreurs appartenant à des secteurs possédant de bonnes perspectives profitent en moyenne plus de ces opérations.

En conclusion, nous retiendrons qu'il n'existe que de faibles traces d'un lien positif linéaire entre part détenue par le dirigeant et performance de l'entreprise (seuil de signification de 90%). L'hypothèse H4b' est rejetée et l'hypothèse H4b n'est que faiblement corroborée.

## 1.3 Synthèse et conclusion

Nous synthétisons les résultats obtenus au niveau des entreprises puis au niveau des acquisitions de ces entreprises avant de conclure quant à la manifestation d'un comportement opportuniste du dirigeant.

### 1.3.1. Diversité, performance et structure de propriété : résultats au niveau des entreprises

Les résultats obtenus montrent que :

1) *Il existe une relation négative forte entre diversification et performance de l'entreprise.* Cet impact semble, contrairement à nos attentes, imputable à la composante liée

---

<sup>1</sup> Qui plus est ces acquisitions ne contribuent plus à réduire le risque de l'entreprise, au contraire, elles se révèlent l'augmenter un peu plus que sur l'échantillon total. En sélectionnant un sous-échantillon de firmes réalisant des acquisitions profitables ( $RAC > 0$ ), le coefficient de la variable de risque reste négatif et perd tout significativité.

de la diversification.

2) *La diversification exerce globalement, principalement de par sa composante non liée, un impact négatif sur le risque de l'entreprise.* L'impact sur le risque spécifique est négatif linéaire, tandis que celui sur le risque systématique, dans un premier temps négatif, redevient positif au-delà d'un certain niveau de diversité.

3) L'entreprise possède un *niveau de diversification d'autant moins important que son dirigeant est fortement engagé dans son capital, jusqu'à environ 50%. Au-delà de ce seuil, le niveau de diversification augmente de nouveau.*

4) *La part du capital détenu par le dirigeant exerce un impact positif sur la performance de l'entreprise.* Plus précisément, l'effet positif de la participation managériale décroît avec celle-ci sans toutefois devenir négatif.

Les points 1), 3) et 4) confirment, compte-tenu des sens de causalité (ou de détermination) retenus, qu'un opportunisme managérial est à l'œuvre à travers les stratégies de diversification. Le point 2) indique de plus, en conformité avec les autres résultats, et conforté lors de tests spécifiques, que le risque financier que court le dirigeant lorsqu'il est fortement engagé au capital l'incite à entreprendre une diversification qui pourrait être coûteuse pour les actionnaires<sup>1</sup>.

Ces conclusions sont néanmoins à nuancer compte-tenu des résultats obtenus au niveau des acquisitions. Par ailleurs le raisonnement qui nous permet de conclure à une forte présomption d'opportunisme managérial repose sur le caractère incitatif de la part détenue par le dirigeant, qui semble ici effectif. Néanmoins parallèlement au caractère incitatif de l'engagement financier du dirigeant, il existe des moyens de contrôle qui devraient aussi influencer le niveau de diversité et la performance de l'entreprise. Or nos résultats ne

---

<sup>1</sup> Compte-tenu de la forme de la relation entre part du capital détenu par le dirigeant et performance, il se pourrait que la diversification soit moins coûteuse pour des participations managériales élevées. Un test supplémentaire instructif aurait consisté à calculer le coût imputable à la diversification (à partir d'une méthode dérivée de l'approche « chop-shop »(cf.annexe 1)) et à observer si ce coût décroît avec la participation managériale. Faute de données en quantité suffisante (et faute de temps) nous n'avons pas réalisé ce test.

corroborent pas, ou faiblement, les hypothèses posées sur les variables de contrôle du dirigeant. La concentration de l'actionnariat externe n'exerce aucune influence significative sur la diversification ou la performance. Les variables liées aux administrateurs semblent indiquer, mais le plus souvent avec une faible ampleur, que l'importance relative de la part du capital détenu par des administrateurs proches ou dévoués au dirigeant exerce un impact négatif sur la diversification et sur la performance. Mais nous ne pouvons tirer d'autres résultats significatifs de ces variables.

### **1.3.2 Diversification, performance et structure de propriété : résultats au niveau des acquisitions**

Au niveau des acquisitions, les résultats confirment partiellement les précédents.

- 1) *La diversification exerce un impact négatif sur la performance des acquisitions.* Cet impact est cette fois principalement imputable à la diversification non liée, il est moindre si l'entreprise était initialement déjà diversifiée.
- 2) *La diversification qu'engage l'acquisition exerce un impact négatif sur la variation dans le risque total (et spécifique) de l'entreprise qui fait suite à l'opération.* Elle peut donc conduire à réduire le risque de l'entreprise. C'est cette fois la diversification liée qui agit, et le risque systématique de l'entreprise ne se trouve pas affecté.
- 3) La diversification qu'engage une acquisition décroît avec le niveau de participation managériale. Ces variables sont en effet le mieux ajustées par une spécification log-linéaire. Il ne semble donc pas, contrairement à ce que pouvaient laisser suggérer les résultats précédents, que le dirigeant cherche à plus réduire, par une opération de diversification, le risque de l'entreprise pour un niveau de participation élevée.
- 4) La participation du dirigeant n'est que faiblement positivement liée à la performance enregistrée lors d'annonce d'acquisition.

Pris ensemble, ces résultats suggèrent que les traces d'un opportunisme sont toujours présentes, mais plus faibles que dans les relations précédentes, principalement à cause de la faiblesse de la dernière relation. La diversification qu'engage une acquisition, coûteuse,

décroît progressivement avec la part détenue par le dirigeant. En accord avec ces phénomènes, nous aboutissons à une relation qui, bien que statistiquement faible, reste positive entre participation managériale et performance de l'acquisition.

Au niveau de la gestion du risque de l'entreprise par le dirigeant, les résultats diffèrent cependant de ceux observés au niveau des entreprises et du risque mesuré « en stock ». D'une part la participation managériale n'est pas liée aux variations dans le risque qu'induit une acquisition, d'autre part les dirigeants diversifient d'autant moins leur entreprise lors d'une acquisition qu'ils possèdent une part importante du capital. Or, les acquisitions se traduisent en moyenne par une hausse du risque de l'acquéreur<sup>1</sup>, et la diversification contribue à réduire cette variation, voire à la rendre négative. Les traces d'une aversion au risque croissante des dirigeants avec le niveau de performance que nous avons pu observer précédemment ne se retrouvent pas au niveau des acquisitions, lorsque l'on s'intéresse aux variations de risque.

La même remarque que précédemment vaut pour les variables de contrôle du dirigeant : elles sont d'une manière générale rarement significatives. La concentration de l'actionnariat externe n'a pas d'influence sur la performance des acquisitions, mais elle exerce, conformément à notre hypothèse, un léger impact positif sur la tendance de la firme à se diversifier lors d'acquisitions. Les variables dérivées du pourcentage détenu ou représenté par les administrateurs ne sont jamais significatives.

En conclusion, nous aboutissons avec les méthodologies et hypothèses « classiques » à des résultats confirmant la présence d'un opportunisme managérial par les stratégies de diversification et, quoique dans une moindre mesure, lors de leur mise en œuvre. Mais, comme nous le soulignons dans le chapitre précédent, ces modèles sont mal spécifiés et ne permettent pas de prendre en compte, sinon au moment de l'interprétation, les interactions multiples entre les variables étudiées. Déjà, bon nombre de régressions effectuées dans cette section sont mal spécifiées puisqu'elles n'envisagent qu'un sens de causalité là où une relation

---

<sup>1</sup> Ces statistiques descriptives ne sont pas directement reportées dans un tableau. En moyenne une acquisition se traduit par une augmentation du risque total, spécifique et systématique de 5%,

non récursive devrait prévaloir. Il est donc vain de vouloir étudier le phénomène en intégrant dans une même équation, explicative de la performance par exemple, toutes nos variables explicatives (de diversification et de structure de propriété)<sup>1</sup>. Si nous voulons obtenir des coefficients non biaisés et prendre en compte ces interactions, il nous faut les intégrer dès l'élaboration du modèle et recourir à un système d'équations simultanées. C'est ce que nous nous proposons de faire dans la prochaine section.

## **SECTION 2 : Résultats de l'approche du problème par équations simultanées**

Nos modèles d'équations simultanées sont à estimer dans le cadre des acquisitions et au niveau des entreprises. Nous présentons dans un premier temps les modèles, similaires dans l'esprit dans chacun de ces cadres, et les variables qui y sont intégrées (2.1). Les résultats seront ensuite exposés et analysés (2.2).

### **2.1 Présentation des systèmes d'équations**

Les modèles ne pouvant être précisément spécifiés dans leur forme a priori, nous avons ici privilégié des formes linéaires simples. Ce choix se justifie pleinement dans le cas des acquisitions puisque nous avons vu que des relations linéaires entre les variables donnaient de bons résultats. Il peut être contesté dans le cadre des variables « de stock » des entreprises (diversité,  $q$  de Tobin). Notons néanmoins que les coefficients obtenus avec les méthodologies classiques sont susceptibles d'être biaisés et que les spécifications linéaires, si elles ne sont pas les meilleures possibles, affichent des significativités acceptables sur nos coefficients de

---

<sup>1</sup> Nous avons néanmoins réalisé ce type de régression, cf. F. Perdreau, « Diversification, performance et opportunisme managérial : quels liens sur le marché français ? », Communication aux Journées de L'AFFI, Aix en Provence, Juin 1999. Dans une régression expliquant la performance de l'entreprise ( $q$  de Tobin) en fonction de toutes les autres, l'impact du niveau de diversification, pourtant significatif lorsqu'il est envisagé seul, s'évanouit. Il est possible d'attribuer cela à un problème technique de multicollinéarité, mais, dans ce cas, ceci correspond à un problème plus grave de spécification qui peut être surmonté par un modèle d'équations simultanées.

variables centrales.

Nous présentons le modèle à estimer dans le cadre des acquisitions puis celui retenu dans le cadre des entreprises prises globalement. Afin d'être estimable, le modèle doit être identifié (ou sur-identifié). Les variables exogènes explicatives et leur effet attendu sur chaque variable endogène sont décrits à cette fin dans chacun des modèles.

### **2.1.1 Le cas des acquisitions**

Les variables endogènes (performance, diversification et participation managériale) sont en interaction. Nous avons précisé dans le chapitre précédent (section 2) que nous retenions une relation non récursive entre la diversification et la performance, une relation non récursive entre structure de propriété et performance, et enfin un impact (sans réciproque) de la structure de propriété sur la diversification. Il nous faut préciser les variables exogènes et leurs effets attendus.

**La performance (RAC) des acquisitions** devrait être fonction, bien entendu de la tendance à la diversification, éventuellement du capital détenu par le dirigeant. Ces trois variables sont endogènes. Nous intégrons en plus :

- la variation (relative) du risque de l'entreprise suite à l'acquisition, le paragraphe 1.2.2.2 ayant mis en évidence un impact positif (à peine significatif) de cette variation sur la performance.
- L'importance des actionnaires administrateurs liés au dirigeant relativement aux actionnaires administrateurs non liés au dirigeant. Cette variable, en définissant le poids que possède le dirigeant dans le conseil, devrait être négativement liée à la performance.
- La concentration de l'actionnariat externe. Celle-ci, conformément à notre hypothèse, devrait exercer une contrainte sur le dirigeant et le dissuader d'entreprendre des acquisitions destructrices de valeur.
- Le logarithme de la capitalisation boursière (variable de taille qui devrait être

négativement liée aux RAC).

- Une variable dichotomique prenant la valeur 1 si l'opération est une offre publique (OPA, OPE ou OP mixte), 0 sinon. Cette dernière variable, représente les conditions différentes de négociation auxquelles un dirigeant peut être confronté suivant que l'opération est publique ou non. De façon parallèle, elle prend en partie en compte le financement de l'acquisition (une offre publique ayant a priori plus de chance d'être financée par actions qu'une acquisition de gré à gré). Elle nous évite toutefois d'introduire directement le financement de l'opération dans le modèle. Le financement de l'opération n'est sans doute pas indépendant de la structure du capital (risque de dilution du contrôle lors d'un financement par actions) ni du niveau de diversification ou de risque de l'opération. Nous devrions donc, si nous intégrions le financement de l'opération, « endogénéiser » cette variable, c'est-à-dire la définir en fonction des liens qu'elle entretient avec les autres. Nous excluons donc de façon arbitraire les variables de financement. Notre modèle est forcément simplificateur et n'intègre pas toutes les interrelations possibles entre partenaires financiers de l'entreprise.

**La tendance à la diversification** est fonction des variables endogènes. Les autres variables explicatives de la tendance à la diversification considérées comme exogènes sont :

- le niveau de diversification avant l'opération (mesuré par le nombre de codes SIC à 3 chiffres) en ce que ce niveau est « donné » au moment de l'acquisition et pourrait influencer le choix du dirigeant.
- l'importance des actionnaires administrateurs liés au dirigeant relativement aux actionnaires administrateurs non liés au dirigeant. Une valeur élevée de cette variable indique un faible contrôle qui s'exerce sur le dirigeant. Il est peu soumis aux risques (risque d'emploi) qui l'incitent à diversifier l'entreprise si son engagement financier dans l'entreprise est faible. Il perd donc d'un côté les avantages à la diversification, mais possède de l'autre les moyens d'engager des acquisitions de diversification pour leurs autres avantages (taille, prestige, contrats implicites...), grâce à ce levier d'enracinement. L'effet de cette variable est, a

priori, indéterminé.

- la concentration de l'actionnariat externe. Celle-ci fait augmenter le risque qui pèse sur le dirigeant en augmentant la pression d'un contrôle de type financier. Notre hypothèse stipule que ces actionnaires externes pourraient tolérer une diversification, un effet positif de cette variable devrait dominer.
- - la taille mesurée par le logarithme de la capitalisation boursière à la fin de l'exercice précédent l'acquisition.
- - la variation du risque total de l'entreprise en ce qu'elle peut influencer le choix du dirigeant quant au niveau souhaitable de diversification à atteindre compte-tenu du niveau de risque (anticipé) désiré.

**Enfin la spécification de l'équation définissant le niveau de participation managériale** intègre en plus de la performance :

- la taille de l'entreprise mesurée par le logarithme de sa capitalisation boursière car le dirigeant est contraint par sa propre richesse (plus la capitalisation est grande plus il est probable qu'il en détiendra une part faible).
- le risque total de l'entreprise ( cf. Demsetz et Lehn, 1985). plus la firme sera risquée, moins le dirigeant sera enclin à y investir des sommes importantes, il préférera diversifier son portefeuille financier. Plusieurs mesures du risque sont proposées par Demsetz et Lehn (1985) : Le risque spécifique de l'entreprise (écart-type des résidus du modèle de marché), l'écart-type des rentabilités boursières mensuelles (risque total), l'écart-type du taux de profit annuel. Nous affichons, compte-tenu de l'hypothèse d'Amihud et Lev (1981), une préférence pour le risque total de l'entreprise.
- la concentration de l'actionnariat externe qui pourrait le dissuader, compte-tenu du risque qu'elle lui fait supporter, d'investir dans son entreprise, ou au contraire l'inciter à y investir afin de se dégager de cette contrainte (enracinement).

- le niveau de diversification mesuré par le nombre de secteurs à 3 chiffres de la classification SIC.

Le modèle se note donc :

$$RAC_{1j} = \alpha_{11} + \beta_{12} \cdot diversif_j + \beta_{13} \cdot \%DIR_j + \alpha_{14} \cdot typeacqu_j + \alpha_{15} \cdot \frac{Etype3_j}{Etype1_j} + \alpha_{16} \cdot typecont_j + \alpha_{17} \cdot extcum + \alpha_{18} \cdot LOG(MV)_j + \varepsilon_{1j}$$

$$Diversif_{2j} = \alpha_{21} + \beta_{22} \cdot RAC_j + \beta_{23} \cdot \%DIR_j + \alpha_{24} \cdot SIC3_j + \alpha_{25} \cdot \frac{Etype3_j}{Etype1_j} + \alpha_{26} \cdot typecont_j + \alpha_{27} \cdot extcum + \alpha_{28} \cdot LOG(MV) + \varepsilon_{2j}$$

$$\%DIR_{3j} = \alpha_{31} + \beta_{32} \cdot RAC_j + \alpha_{33} \cdot SIC3_j + \alpha_{34} \cdot extcum_j + \alpha_{35} \cdot Etype1 + \alpha_{36} \cdot LOG(MV) + \varepsilon_{3j}$$

avec :  $\alpha_{ij}$  les coefficients des variables exogènes

$\beta_{ij}$  Les coefficients des variables endogènes,

variables exogènes et endogènes sont explicitées dans le tableau de résultats.

$\varepsilon_{ij}$  un terme d'erreur

Ainsi spécifié, le modèle est identifiable

### 2.1.2 Le cas des entreprises impliquées dans des acquisitions

Un modèle similaire dans l'esprit à celui du paragraphe précédent est présenté. La performance (q de Tobin) est de façon équivalente fonction des autres variables endogènes (diversification en niveau et pourcentage détenu par le dirigeant).

**Les variables exogènes intégrées dans l'équation de la performance sont :**

- les conditions sectorielles mesurées par le taux de croissance de la capitalisation boursière des entreprises de son secteur principal l'année de l'acquisition et l'année précédente. Le q de Tobin estimé devrait être sensible à cette variable qui prend en compte en partie un effet sectoriel.
- le pourcentage détenu par les principaux administrateurs externes. Comme précédemment, cette variable devrait positivement influencer la performance.
- la variable « type de contrôle » définie par le rapport du pourcentage détenu par les administrateurs liés au dirigeant à celui détenu par les autres. Son impact devrait être négatif sur la performance.
- le logarithme de la taille mesuré par le chiffre d'affaires de l'exercice précédent l'acquisition<sup>1</sup>.

**L'équation définissant la diversification** (Indice d'entropie) intègre, outre les variables endogènes, le pourcentage détenu par les administrateurs non dirigeants, celui détenu par les principaux actionnaires externes et le logarithme du chiffre d'affaires<sup>2</sup>.

**Enfin le pourcentage détenu par le dirigeant** est fonction du risque de l'entreprise (apprécié par l'écart-type de son titre)<sup>3</sup>, de la taille de l'entreprise, du pourcentage détenu par les principaux actionnaires externes.

Le système d'équations s'écrit sous la forme :

$$Q_{1j} = \alpha_{11} + \beta_{12} \cdot Diversit_j + \beta_{13} \cdot \%DIR_j + \alpha_{14} \cdot \%extcum_j + \alpha_{15} \cdot typecont + \alpha_{16} \cdot LOG(CA)_j + \alpha_{17} \cdot secteur_j + \varepsilon_{1j}$$

---

<sup>1</sup>Le chiffre d'affaires est préféré à la capitalisation boursière en raison de la corrélation mécanique entre Q et capitalisation boursière, mais les résultats sont inchangés quelle que soit la variable retenue, ces deux variables étant proches.

<sup>2</sup> Pas plus la variable d'actionnariat externe que celle de type de contrôle n'exercent d'impact significatif dans ce modèle, nous n'avons pas intégré la dernière car elle contribuait à diminuer la qualité de l'ajustement (baisse du coefficient de corrélation multiple).

<sup>3</sup>Le carré de cette variable n'a pas été intégré, à la différence de ce qui a été fait dans les régressions classiques, car il n'apparaissait pas significatif et diminuait le pouvoir explicatif de l'ensemble des autres variables.

$$Diversit_{2j} = \alpha_{21} + \beta_{22} \cdot Q_j + \beta_{23} \cdot \% DIR_j + \alpha_{24} \cdot \% extcum_j + \alpha_{25} \cdot LOG(CA) + \varepsilon_{2j}$$

$$\% DIR_{3j} = \alpha_{31} + \beta_{32} \cdot Q_j + \alpha_{33} \cdot \% extcum_j + \alpha_{43} \cdot Etype1 + \alpha_{44} \cdot LOG(CA) + \varepsilon_{3j}$$

avec :  $\alpha_{ij}$  les coefficients des variables exogènes

$\beta_{ij}$  Les coefficients des variables endogènes,

variables exogènes et endogènes sont explicitées dans le tableau de résultats.

$\varepsilon_{ij}$  un terme d'erreur

Ainsi spécifiés, nos deux modèles sont identifiés, ils ont été estimés sur notre échantillon de 107 observations par la méthode des moindres carrés en deux étapes.

## 2.2 Résultats

Les résultats diffèrent sensiblement de ceux obtenus avec les approches classiques, en particulier en ce qui concerne les sens de causalité qui dominent dans les relations sur lesquelles nous avons fondé nos hypothèses. Nous présentons successivement les résultats obtenus pour les acquisitions (2.2.1) et pour les entreprises prises globalement (2.2.2). Puis nous en proposons une interprétation (2.2.3)

### 2.2.1 Le cas des acquisitions

Les résultats du test sont assez peu significatifs en ce qui concerne les relations entre variables endogènes (cf. tableau 37). On peut cependant relever des phénomènes mis en évidence avec les méthodes classiques de régression.

Contrairement à Loderer et Martin [1997] nous constatons que la part détenue par le dirigeant détermine la performance de l'opération (équation 1). Cette relation est plus significative qu'avec la méthodologie classique. Elle confirme que la part détenue par le dirigeant exerce un effet incitatif lors d'une acquisition. Par contre, la performance de l'acquisition, donc les opportunités de croissance rentable anticipées par le dirigeant ne

déterminent pas la part que détient le dirigeant dans le capital (équation 3). Une des hypothèses nécessaire à la mise en évidence d'un comportement opportuniste est donc corroborée. Reste à vérifier si ce comportement opportuniste trouve à se manifester à travers la diversification que réalise l'acquisition.

Or pour les autres relations entre variables endogènes, les résultats diffèrent de ceux obtenus avec une approche classique. En particulier, lorsque les variables sont prises en compte simultanément, *la diversification n'exerce plus d'impact sur la performance de l'acquisition* (régression 1)<sup>1</sup>. La performance anticipée ne semble pas non plus guider la tendance stratégique qu'initie l'opération (régression 3). Aucun lien n'est mis en évidence entre diversification et performance. En conséquence *les traces d'un comportement opportuniste du dirigeant par diversification ne peuvent être relevées*. Cette interprétation est confirmée par le fait que la part détenue par le dirigeant n'influence pas la diversification qu'engage l'acquisition (régression 2).

Le dirigeant adopte peut être un comportement opportuniste (la relation positive entre la participation qu'il détient et la performance le laisse suspecter), mais celle-ci ne trouve pas à s'exprimer à travers la diversification.

Pour ce qui est de l'impact des variables exogènes, les résultats sont globalement conformes à nos attentes. Les variables de contrôle du dirigeant trouvent une significativité qu'elles ne possédaient pas dans les tests classiques. La concentration de l'actionnariat externe exerce, conformément à notre hypothèse, un effet positif sur la création de valeur lors d'acquisitions (régression 1).

---

<sup>1</sup> Nous avons pris l'exponentiel de la variation de l'indice d'entropie (variation du nombre équivalent de branches) comme variable de mesure de la diversification dans les résultats présentés. Les résultats sont qualitativement et quantitativement les mêmes si l'on prend les variations dans l'indice d'entropie, mais la significativité globale de la première régression diminue.

*Tableau 37 : Analyse par équations simultanées de la performance, la diversification et la part de capital détenue par le dirigeant*

Système d'équations simultanées estimé par la méthode des doubles moindres carrés (2SLS).

Les variables endogènes sont la performance (mesurée par les RAC), la diversification (mesurée par la variation du nombre équivalent de branches), le pourcentage de capital détenu par le dirigeant.

Les variables exogènes sont :

**Type acquisition** : =1 si offre publique (OPA, OPE, mixte), 0 sinon (acquisition de gré à gré); **SIC3** : Nombre de secteurs à 3 chiffres de la classification SIC; **Etype3/Etype1** : Rapport du risque total de l'entreprise après l'opération au risque total avant. Le risque total est mesuré par l'écart-type des rentabilités du titre. **Type contrôle** : Rapport de la part du capital détenu par les administrateurs liés au dirigeant à celle détenue par les Administrateurs non liés. **Extcum** : pourcentage cumulé détenu par les principaux actionnaires externes connus. **Log(MV)** : Logarithme de la capitalisation boursière de l'entreprise à la fin de l'exercice précédent celui de l'acquisition.

Variables expliquées	Performance (RAC)	Diversification (EXP(Delta Entropie))	Part du dirigeant dans le capital (%DIR)
<hr/>			
Variables explicatives			
Constante	-0.033 (0.816)	0.879 (0.013)	1.435 (0.000)
RAC		-0.356 (0.677)	0.416 (0.519)
EXP(Delta Entropie)	-0.029 (0.778)		
%DIR	<b>0.133</b> (0.017)	0.272 (0.244)	
Type acquisition	-0.000 (0.992)		
SIC3		<b>0.048</b> (0.008)	<b>-0.028</b> (0.036)
Etype3/Etype1	<b>-0.078</b> (0.060)	-0.134 (0.388)	
Type contrôle	<b>0.001</b> (0.071)	0.001 (0.741)	
%extcum	<b>0.295</b> (0.044)	0.734 (0.155)	<b>-0.836</b> (0.0192)
Etype1			<b>-8.745</b> (0.058)
Log(MV)	0.006 (0.284)	0.005 (0.804)	<b>-0.062</b> (0.000)
<hr/>			
R <sup>2</sup> ajusté	0.028	0.108	0.296
P (stat de Wald)	0.000	0.000	0.000

E-Views ne fournit pas de test spécifique lors de l'estimation des systèmes pour juger de la significativité de l'ensemble de la régression. Nous avons mené un test de Wald (semblable au test F) en spécifiant pour hypothèse nulle une nullité de tous les coefficients de chaque variable. La valeur indiquée est la probabilité que cette hypothèse nulle soit acceptée.

De façon étonnante, les acquisitions se révèlent en moyenne plus profitables aux actionnaires lorsque le dirigeant dispose d'un important levier d'enracinement à travers le contrôle d'administrateurs (variable « type contrôle », régression 1). Ces variables ne se révèlent pas liées à la tendance stratégique. Ceci constitue un indice de plus que le dirigeant ne mobilise le levier d'enracinement dont il dispose pour entreprendre une diversification lors d'acquisition (régression 2).

La variation du risque de l'entreprise suite à l'acquisition continue, à l'instar de ce que nous obtenions dans la première section, à exercer un impact négatif sur la performance. La variation dans le risque de l'entreprise ne détermine pas la tendance stratégique initiée (régression 2). Ces résultats infirment l'hypothèse selon laquelle des transferts de richesse au détriment des actionnaires pourraient survenir suite à une acquisition. Par contre le niveau de risque (variable Etype1) exerce un effet négatif sur la participation managériale (régression 3). Le dirigeant serait donc sensible au niveau de risque de l'entreprise sans pour autant que cette variable soit déterminante dans la tendance stratégique choisie.

La taille de l'entreprise exerce un effet négatif significatif sur le pourcentage détenu par le dirigeant, mettant en évidence l'effet de richesse attendu.

Nous retiendrons essentiellement de ces résultats que les traces d'un comportement opportuniste par diversification lors d'acquisition disparaissent lorsque les différentes relations sont envisagées simultanément. Les coefficients des variables endogènes obtenus sont différents de ceux obtenus dans la première section, ce qui confirme, compte-tenu de notre représentation de l'objet de recherche, que le biais contenu lors de nos estimations initiales induit des conclusions différentes, voire erronées.

## 2.2.2 Le cas des entreprises impliquées dans des acquisitions

Les régressions apparaissent plus significatives pour les firmes prises dans leur ensemble sauf pour le niveau de diversification qui reste peu expliqué (cf. tableau 38). Les résultats présentent des différences notables avec ceux du tableau précédent. *Cette fois, la performance n'est pas influencée par le capital détenu par le dirigeant mais elle détermine ce pourcentage.* La performance passée de l'entreprise et ses opportunités de croissance qui sont « capitalisées » dans sa valeur boursière influencent positivement la participation managériale (régression 3) sans que la relation réciproque se vérifie (régression 1). Ceci est conforme au résultat de Cho [1998] qui observe un impact positif du Q sur la participation des dirigeants sans que la relation inverse soit toutefois significative. Loderer et Martin [1997] concluent eux aussi à une détermination de la participation managériale par la performance de l'entreprise (q de Tobin), mais son impact est négatif chez ces derniers.

Ce résultat, quelque peu atypique par rapport aux résultats et conclusions généralement tirées, ne remet pas fondamentalement en cause l'existence d'un opportunisme managérial : le dirigeant pourrait mettre en œuvre une stratégie destructrice de valeur dont il supporterait un coût d'autant plus faible que son engagement financier décroît avec la performance de l'entreprise. Il est possible de donner une autre interprétation à ce résultat, nous le verrons en synthèse. Cette interprétation trouve un appui à travers l'impact négatif significatif de la participation managériale sur la diversité de l'entreprise (régression 2). La chaîne causale que dessinent ces deux résultats, semble indiquer que le dirigeant diminue sa participation lorsque la performance de l'entreprise baisse et qu'il met alors en œuvre une diversification de son entreprise. On pourrait y voir les traces d'un comportement opportuniste.

*Néanmoins les conditions nécessaires à la manifestation d'un comportement opportuniste par diversification ne sont pas rassemblées puisque la première régression indique que la diversité de l'entreprise n'exerce pas d'impact sur la performance. A l'inverse, la diversité de l'entreprise est déterminée par sa performance mesurée par le q de Tobin (régression 3).*

Encore une fois, nous ne rassemblons pas les indices nous permettant de conclure à un opportunisme managérial manifesté à travers les stratégies de diversification. La diversité de l'entreprise répond à sa performance sans que la relation inverse ne se vérifie.

Le coefficient de la variable de contrôle du capital par le dirigeant est significative (variable « type contrôle »). Lorsque la part du capital que contrôle le dirigeant (et non celle qu'il possède) s'accroît, la performance de l'entreprise baisse toutes choses égales par ailleurs. Ce résultat s'oppose à celui que nous obtenons au niveau des acquisitions : il semble que les entreprises où le dirigeant est potentiellement fortement enraciné, réalisent de bonnes acquisitions pour les actionnaires. Toutefois, son contrôle sur le capital contribue à réduire les opportunités de croissance (ou la qualité du management si l'on prête cette signification au  $q$  de Tobin). que le marché prête à l'entreprise. Cette variable contribue aussi à réduire la diversité de l'entreprise. Remarquons que cette variable correspondant à un ratio, elle peut s'interpréter à partir de la part du capital détenu par les administrateurs non liés au dirigeant. Les effets de cette représentation « indépendante » vis-à-vis du dirigeant sont alors opposés : elle contribue à augmenter le  $q$  de Tobin et à augmenter la diversité de l'entreprise ceteris paribus. On retrouve à travers cette variable, rappelons-le, la dissociation entre firmes « contrôlées » (en général valeurs élevées de la variable type contrôle) et firmes « managériales » (valeurs faibles). La concentration de l'actionnariat externe n'exerce aucun effet significatif.

Les autres variables n'appellent pas de remarques particulières. La taille limite la participation du dirigeant (effet richesse) et exerce un effet négatif sur les opportunités de croissance de l'entreprise ( $q$  de Tobin). La variable sectorielle se révèle, pour une fois, significative à un seuil dépassant les 90% de confiance : les entreprises acquéreuses possédant un secteur d'activité principal en croissance ont, en moyenne, un  $q$  de Tobin plus élevé.

*Tableau 38 : Analyse par équations simultanées de la performance de l'entreprise, de son niveau de diversification et du pourcentage détenu par le dirigeant.*

Système d'équations simultanées estimé par la méthode des doubles moindres carrés (2SLS).

Les variables endogènes sont la performance (mesurée par le Q), la diversification (mesurée par l'indice d'entropie), le pourcentage de capital détenu par le dirigeant.

Les variables exogènes sont :

**Etype1** : Risque total de l'entreprise avant l'acquisition. Le risque total est mesuré par l'écart-type des rentabilités du titre sur 200 jours de bourse avant l'acquisition.

**Type contrôle** : Rapport de la part du capital détenu par les administrateurs liés au dirigeant à celle détenue par les Administrateurs non liés.

**Extcum** : pourcentage cumulé détenu par les principaux actionnaires externes connus.

**Log(MV)** : Logarithme de la capitalisation boursière de l'entreprise à la fin de l'exercice précédent celui de l'acquisition.

**Log(CA)** : Logarithme du chiffre d'affaires de l'entreprise à la fin de l'exercice précédent celui de l'acquisition.

**Croissance secteur** : Taux de croissance moyen de la capitalisation boursière des entreprises ayant le même secteur principal que celui de l'entreprise sur 2 années qui précèdent l'acquisition par l'entreprise étudiée.

Variables expliquées	Performance (Q)	Diversification (Entropie)	Part du dirigeant dans le capital (%DIR)
<u>Variables explicatives</u>			
constante	4.644 (0.005)	0.857 (0.161)	1.454 (0.000)
Q		<b>-0.174</b> (0.005)	<b>0.048</b> (0.009)
Entropie	-0.461 (0.236)		
%DIR	0.810 (0.496)	<b>-1.080</b> (0.001)	
Type contrôle	-0.020 (0.099)	<b>-0.013</b> (0.001)	
%Extcum	-1.431 (0.616)	-0.872 (0.338)	-0.747 (0.251)
Log(MV)	-0.189 (0.079)	0.027 (0.451)	<b>-0.074</b> (0.000)
Croissance secteur	0.901 (0.086)		
Etype1			<b>-8.80</b> (0.021)
R <sup>2</sup> ajusté	0.128	0.041	0.256
P(Stat de Wald)	0.000	0.000	0.000

Les traces d'un opportunisme managérial disparaissent lorsque nos variables sont considérées simultanément, mais les résultats présentent des différences suivant que l'on se situe au niveau des acquisitions ou au niveau des entreprises. Nous nous proposons de donner des interprétations de ces résultats.

### **2.2.3 Robustesse et interprétation des résultats**

Avant de réaliser une interprétation, il convient de s'attacher à la robustesse des résultats obtenus.

#### ***2.2.3.1 Robustesse***

Une première remarque s'impose avant de juger de la stabilité de nos résultats à diverses spécifications : notre échantillon est relativement petit. Les études américaines ont recours à des échantillons de 230 à 800 observations, le nôtre n'est que de 107 pour les modèles d'équations simultanées. Pour autant, cet échantillon n'est pas lacunaire : le marché français est relativement restreint, les données qui nous sont nécessaires sont peu disponibles pour des périodes antérieures à 1990 pour certaines (la répartition du chiffre d'affaires entre les différents secteurs). L'objet de l'étude limite aussi l'échantillon : il nous fallait des acquisitions relativement importantes<sup>1</sup> afin de pouvoir y déceler un comportement opportuniste du dirigeant et de mesurer la diversification. Cette faiblesse est donc difficilement surmontable sauf à élargir la période d'étude ou le marché étudié (marché européen).

Au niveau de la stabilité des résultats on note que la technique d'estimation (2SLS, 3SLS, GMM) n'a pas d'impact sur les coefficients et peu sur leur significativité. Par contre, l'introduction, ou non, de certaines variables peut affecter de façon sérieuse la significativité des coefficients. Le nombre de variables exogènes et leur répartition entre les équations répond en partie à des contraintes au niveau de l'identification du modèle. Ce nombre doit être

---

<sup>1</sup> Nous rappelons que chaque acquisition représente au moins 5% du chiffre d'affaires de l'acquéreur.

suffisamment important pour que le modèle soit identifié, mais pas trop afin que ne surviennent pas un problème de multicollinéarité. En supprimant ou en ajoutant une variable exogène à une équation, la significativité des coefficients, mais surtout leur ampleur est affectée. Cette instabilité des coefficients est surtout sensible dans les modèles utilisant le Q pour mesurer la performance. Autrement dit, les équations pour lesquelles la variance expliquée est la plus faible (cas des équations simultanées intégrant les rentabilités anormales) sont aussi les plus stables. Néanmoins, la spécification des modèles répond à une logique de construction théorique visant à étudier le lien entre participation managériale, diversification et performance. Les modèles, tels qu'ils sont spécifiés, ne constituent pas une représentation de la réalité dans toute sa complexité. Les variables de structure financière en particulier n'ont pas été prises en compte afin de ne pas alourdir le modèle avec une quatrième variable endogène. Ils se justifient compte-tenu des hypothèses qu'impliquent un comportement opportuniste entre nos différentes variables.

Enfin, remarquons que les équations par les moindres carrés ordinaires sont moins soumises à ces problèmes lorsqu'elles sont simples. Lorsque nous intégrons toutes nos variables dans une régression explicative de la performance, le même problème d'instabilité se pose, mais il est aggravé par le fait que cette équation est a priori mal spécifiée et ses coefficients biaisés.

Pour ce qui est de la forme linéaire des modèles, c'est celle qui donne les meilleurs résultats. Nous avons aussi spécifié des modèles où la part détenue par le dirigeant était distinguée suivant les seuils définis lors de nos premiers tests (cf. section 3), mais les modèles se révèlent alors mal spécifiés (coefficients aberrants, variances des résidus importante). L'introduction de variables non linéaires ( $(\%DIR)^2$ ,  $(Etype1)^2$ ) n'apporte rien non plus aux estimations des systèmes. Nous ne retrouvons pas les traces d'un comportement opportuniste du dirigeant.

Ces points étant précisés, nous pouvons nous livrer à une interprétation des résultats, parfois différents, qui se dégagent de l'étude des acquisitions et des entreprises.

### **2.2.3.2 Interprétation**

Si aucun des résultats entre nos variables endogènes ne permet de conclure à un opportunisme managérial, il existe des différences entre l'étude des acquisitions et celles des entreprises acquéreurs qui méritent que nous nous y attardions.

Au niveau des acquisitions, un résultat significatif se dégage : la part détenue par le dirigeant influence positivement les rentabilités anormales lors de l'annonce de l'opération. En dehors d'un éventuel effet signal que porterait la participation du dirigeant au capital vers la communauté financière, ce résultat conforte l'effet incitatif de l'engagement financier du dirigeant dans le capital.

Au niveau des entreprises, de nombreux résultats sont significatifs entre les variables endogènes, mais il en est un qui se démarque du précédent : la participation managériale n'exerce aucun impact sur la performance mesurée par le  $q$  de Tobin, à l'inverse c'est la performance qui détermine l'engagement financier du dirigeant au capital. Cette fois, la participation managériale n'exerce plus un effet incitatif. Tout au plus, pouvons nous faire appel à un « effet récompense » : lorsque l'entreprise voit ses opportunités d'investissement s'améliorer le dirigeant reçoit (ou s'attribue) en « récompense » une participation supplémentaire dans le capital. C'est l'interprétation qui est souvent donnée à cet effet (Loderer et Martin, 1997 ; Cho, 1998).

Nous pensons que cet effet « récompense » inverse la réalité des enchaînements. Il ne prend pas en compte l'aspect temporel du développement de l'entreprise qui n'est pas reflété dans les études sur panel d'entreprises. Le  $q$  de Tobin reflète les opportunités de croissance capitalisées par l'entreprise ainsi que ses opportunités à venir. Il n'est pas déraisonnable de penser qu'une entreprise se développe d'abord sur son marché, qu'elle y épuise, par croissance, ses opportunités de croissance rentable, puis se diversifie pour en trouver (ou créer) de nouvelles. Ainsi, au fur à mesure de sa croissance, l'entreprise épuise ses opportunités d'investissement. Dans les petites entreprises, nouvellement cotées ou cotées sur le second marché, la part du dirigeant est généralement substantiellement plus élevée que dans les grosses entreprises du règlement mensuel. Au fur et à mesure de sa croissance, la participation du dirigeant va, en moyenne, diminuer au gré des augmentations de capital ou

des successions. Ainsi, les entreprises qui croissent et « consomment » leurs opportunités d'investissement (baisse progressive de leur  $q$ ) voient la participation managériale dans leur capital diminuer. La détermination de la participation managériale par la performance ( $q$  de Tobin) refléterait le processus de croissance de l'entreprise et non un effet « récompense ». Bien entendu, cette interprétation n'est que pure spéculation, elle présente néanmoins l'intérêt de redonner une cohérence aux résultats différents obtenus pour les acquisitions et pour les entreprises.

L'impact positif de la participation managériale observé au niveau des acquisitions serait la manifestation de ce processus de croissance à l'œuvre. Lorsque la participation managériale est importante (ce qui est souvent le cas dans les entreprises de taille relativement restreinte), l'utilisation par l'entreprise de ses opportunités d'investissement est saluée par la communauté financière et se traduit par des rentabilités anormales cumulées positives. Lorsque la participation managériale est faible (ce qui sera le cas d'entreprise en moyenne plus importantes ayant déjà « épuisé » les opportunités de croissance sur leur marché originel), les acquisitions sont, en moyenne, moins appréciées par le marché car mieux anticipées et créant, a priori, moins de richesses.

Cette interprétation des résultats en terme de processus de croissance de l'entreprise et non uniquement en terme d'incitation ou de « récompense » est compatible avec les autres effets observés dans nos modèles d'équations. Les dirigeants possédant une part importante du capital n'hésitent pas à entreprendre des acquisitions diversifiant l'entreprise (impact non significatif de la participation managériale sur la tendance stratégique initiée par l'opération, cf. tableau 37). Ces diversifications n'ont en moyenne pas d'impact négatif sur les rentabilités anormales enregistrées, ces entreprises possédant de bonnes opportunités d'investissement. Au fur à mesure qu'elles se développent et qu'elles « épuisent » leurs opportunités d'investissement, elles augmentent leur niveau de diversité (cf. tableau 38, impact négatif des opportunités d'investissement sur la diversité). Il reste que cette interprétation est non unique et, quoique séduisante, intuitive et discutable.

## CONCLUSION

Notre démarche nous a conduit à reprendre et tester selon des méthodologies classiques (régressions par le moindres carrées ordinaires, comparaisons de distributions) les liens entre diversification et performance, structure de propriété et diversification et structure de propriété et performance. Nous observons alors des relations qui conduisent à confirmer l'existence d'une manifestation managériale opportuniste dans les stratégies de diversification. La diversification exerce un effet négatif sur la performance de l'entreprise et sur la création de valeur lors d'acquisition. Elle est privilégiée à mesure que la participation du dirigeant dans l'entreprise diminue et est compatible (et pourrait expliquer) le lien positif observé entre participation managériale et performance de l'entreprise.

Mais la méthodologie employée est alors contestable : elle ne permet pas de prendre en compte simultanément les variables et omet de tester le sens de causalité entre les variables, points pourtant essentiels si nous voulons pouvoir conclure à une manifestation opportuniste. En conséquence, les résultats obtenus sont biaisés et doivent être reconsidérés avec un outil adapté. Nous étudions de nouveau les relations dans le cadre d'un système d'équations simultanées où des relations non récursives sont envisagées. Les résultats attestant d'une manifestation opportuniste du dirigeant s'évanouissent alors. Ceci nous conduit à remettre en cause les résultats observés antérieurement. Nous proposons alors une interprétation des résultats obtenus qui, sans nier l'éventuelle inclination opportuniste du dirigeant<sup>1</sup> mais en reconnaissant l'absence de manifestations de cet opportunisme, permet de les mettre en cohérence.

Cette interprétation nous éloigne de la recherche d'un comportement opportuniste du

---

<sup>1</sup> En particulier, une causalité allant de la performance à la diversification est compatible avec les hypothèses tirables de la théorie de l'enracinement. Cette théorie accorde une place centrale à l'inclination du dirigeant à vouloir s'affranchir de tous contrôles. Elle ne prétend néanmoins pas que ce comportement est systématiquement dommageable aux actionnaires (Pigé, 1998). Dans notre cas la diversification, si elle renvoie à un comportement d'enracinement, ne conduit pas à un comportement opportuniste nuisible aux actionnaires en ce que : 1) la firme est peu performante lorsqu'elle est diversifiée, le dirigeant dispose donc d'une moindre marge de manœuvre ; 2) notre variable « d'enracinement » (la part du capital que contrôle indirectement le dirigeant) exerce une influence négative sur la diversification et positive sur la performance de l'entreprise.

dirigeant (dont nous ne trouvons pas les traces) mais nous rapproche des motifs fondamentaux de la diversification. Si la recherche de son propre intérêt par le dirigeant confère à l'entreprise une inclination à la diversification, il ne constitue pas la seule explication, et probablement pas la plus importante, du phénomène. La diversification ne semble pas se réaliser contre l'intérêt des actionnaires, elle est vue comme s'inscrivant dans le développement de l'entreprise. Une entreprise qui cherche à assurer sa survie ne peut se contenter de rester sur un unique marché. Son environnement n'est pas stable. Elle emploie ses ressources à trouver de nouveaux débouchés ou est condamnée à disparaître avec son marché. Ceci nous renvoie au processus de développement de l'entreprise évoqué en première partie à travers, en particulier, la théorie des ressources. Les avantages que le dirigeant peut tirer de la diversification ne se réalisent pas, au moins dans la période récente, contre l'intérêt des actionnaires (en France). Ils sont compatibles et peuvent être vus comme complémentaires aux motifs de la diversification exposés dans la première partie.

## Conclusion Partie 2

En avançant que le dirigeant prend simultanément en compte le niveau de diversité actuelle de l'entreprise, le niveau de diversité souhaité, son engagement financier dans le capital et la performance anticipée lorsqu'il entreprend une acquisition, nous avons proposé d'intégrer ces variables et d'estimer leurs influences réciproques simultanément. Une relation non récursive entre diversification et performance y est envisagée. Elle se justifie en référence à l'analyse de la première partie (études de la diversification dans le champ de l'économie industrielle...) mais aussi par rapport à la description du comportement du dirigeant que mettent en avant les théories contractuelles. La prise en compte d'une non-récursivité se justifie de façon moins évidente dans le cas de la relation entre participation du dirigeant et performance, mais elle a été envisagée ailleurs (Loderer et Martin, 1997 ; Cho, 1998) et mérite d'être considérée<sup>1</sup>. Nous n'observons alors plus les traces d'un comportement opportuniste du dirigeant qui trouverait à s'exprimer dans la diversification de l'entreprise. La diversification, soit n'exerce pas d'impact sur la performance, soit est déterminée (en niveau) par le niveau de performance de l'entreprise. Nous concluons donc à l'absence, en moyenne, de comportements opportunistes par diversification, sans toutefois, remettre en cause leur possible réalisation dans quelques cas particuliers.

Cette conclusion ne doit pas surprendre outre mesure. Nous avons pu observer que les stratégies suspectées d'être mises en œuvre par le dirigeant dans son propre intérêt, et leurs victimes potentielles, changent avec le contexte dans lequel elles s'inscrivent (Chap. 6, § 2.2.3). Tandis que les années 60 ont fait craindre que la diversification et le « pouvoir congloméral » acquis par les entreprises ne se fassent au détriment de la compétition sur les marchés (Scott, 1973), la fin des années 70 y a vu une possible réduction de son risque par le dirigeant au détriment des actionnaires (Amihud et Lev, 1981). Enfin, plus récemment, et non sans rapports possibles avec le phénomène de recentrage, la théorie de l'enracinement avance que le dirigeant cherche à s'émanciper du contrôle des actionnaires, en investissant dans des

---

<sup>1</sup> En ne prenant en compte qu'une relation récursive, allant de la participation du dirigeant à la performance, les résultats sont qualitativement inchangés pour la relation diversification-performance.

actifs spécifiques à ses compétences (Shleifer et Vishny, 1989). La diversification ne ressort pas comme la stratégie d'enracinement par excellence. Au contraire, nous avons montré que ce point de vue implique plutôt une diversification en cas d'enracinement menacé, lorsque la performance de l'entreprise est faible. Nous décelons dans ces évolutions un indice supplémentaire selon lequel le marché financier n'aurait pas été victime de la diversification dans la période précédente, mais que son rôle de contrôle lui commande de suspecter un opportunisme dans les stratégies dominantes par période.

Nos résultats empiriques, en affirmant que les résultats des études antérieures doivent être reconsidérés pour notre objet, méritent discussion. En premier lieu, ils peuvent être critiqués quant aux mesures utilisées. La mesure de la diversification se fait à l'aide d'un indice qui reflète la distribution du chiffre d'affaires entre les activités de l'entreprise (indice d'entropie). Une hausse de l'indice d'entropie ne traduit pas une diversification dans le sens courant du terme (entrée dans un nouveau secteur d'activité), mais plutôt un rééquilibrage des activités, c'est-à-dire la montée progressive d'une branche initialement minoritaire, ou au contraire la diminution de la contribution relative d'une activité dominante dans chiffre d'affaires total. Ceci doit être pris en compte dans l'interprétation des résultats. Néanmoins, nous avons multiplié les mesures de diversité et diversification en montrant que les résultats conduisaient à des interprétations convergentes<sup>1</sup>. Les critiques peuvent aussi porter sur nos mesures de performance. Les rentabilités anormales ont acquis une « légitimité académique ». Par contre notre mesure du Q de Tobin est plus critiquable. Elle ne prend pas directement en compte, lors de sa construction, un possible effet sectoriel. Ceci est de nature à biaiser les résultats, il conviendrait de les reconsidérer avec une mesure ajustée sectoriellement.

Le modèle peut aussi être critiqué sur le traitement qu'il réserve à la structure financière, évacuée du problème par souci de simplification. Enfin les résultats peuvent être considérés comme incomplets, même si l'on admet la pertinence des systèmes d'équations simultanées réalisés en l'état actuel. Deux niveaux de critiques apparaissent alors qui nous

---

<sup>1</sup> Ceci a aussi été fait dans les modèles d'équations simultanées, sauf évidemment dans le cas des acquisitions où nous ne pouvons recourir à la « radicalisation », sous la forme d'une variable binaire (ajout d'un secteur SIC2), de l'appréhension de la diversification, puisque le modèle d'équations simultanées exige des variables endogènes continues pour être estimé.

conduisent à revenir sur les objectifs et ambitions initiales de la thèse.

Le premier niveau a trait à la complétude des résultats en soi-même. En concluant que des manifestations opportunistes ne sont pas décelables sur le marché français à travers les stratégies de diversification, nous ne révélons pas la tension entre actionnaires et dirigeants comme élément explicatif majeur de l'ampleur prise par les stratégies de recentrage. Les dirigeants, s'ils entreprennent une diversification ne le font pas contre les intérêts actionnariaux. Les « pressions » souvent évoquées du marché financier pour que les entreprises « recentrent » leurs activités, et ,à l'extrême, les prises de contrôle suivies de démantèlements ou de profondes restructurations (cessions) ne concernent que des entreprises qui n'ont pas su s'adapter aux conditions changeantes de l'environnement. Un manque de temps ou de données ne nous a pas permis de réaliser d'études confirmatoires qui se révéleraient utiles. L'intégration de mesures de performance passée dans l'explication des mouvements de diversification enrichirait notre étude. Si la performance anticipée lors d'acquisition (RAC) ne semble pas liée à la tendance stratégique de l'opération, il est possible que la performance passée, elle, exerce une influence sur la tendance stratégique. Les firmes peu performantes, ayant connu une faible performance dans le passé « récent », devraient connaître des variations plus élevées de leur diversité, tandis que les firmes performantes devraient se révéler plus stables. Comment et Jarrel (1995) par exemple observent les rentabilités boursières des firmes sur les trois années qui précèdent une variation dans leur diversité. Ils observent une faible performance des firmes qui se diversifient. Suivant nos résultats (avec le Q de Tobin), ce serait la détérioration des performances de ces entreprises qui conduirait à leur mouvement stratégique. Nous confirmerions que la diversification renvoie à un mouvement conservatoire. D'autres études devraient porter sur les restructurations, en particulier les désengagements.

Notre étude souffre d'une limite plus sérieuse. En insistant sur l'opportunisme, elle met essentiellement en avant les aspects liés à l'incitation (part de capital détenue par le dirigeant) et au contrôle (part et nature des administrateurs) en passant sous silence l'aspect coordination. Ceci est particulièrement visible au niveau des sens de causalité envisagés. Nous avons supposé que l'importance des actionnaires externes et la concentration du capital dans les mains des administrateurs, qui reflètent dans notre étude les mécanismes (et les types) de

contrôle, influencent la stratégie sans que la relation inverse ne soit envisagée<sup>1</sup>. Or Godard (1996) montre que dans la relation entre conseil d'administration et stratégie, la stratégie influence le conseil (son contrôle) sans que l'inverse ne se vérifie. Autrement dit, certains « contrôles » seraient favorables à certains types de stratégies : une détermination simultanée du type de contrôle et de la stratégie doit être mise en oeuvre.

Ceci nous rappelle que certaines structures sont nécessaires à la réalisation des bénéfices de certains types de stratégies. La structure de groupe par exemple, caractéristique de l'industrie nationale, n'a pas été intégrée dans l'analyse. Or, elle constitue autant une structure de contrôle qu'une structure de coordination. Nous avons pu, en schématisant, la caractériser comme intermédiaire entre la forme H (Holding) et la forme M. Cette forme organisationnelle n'est sans doute pas sans conséquence sur la flexibilité de l'entreprises vis-à-vis de son environnement (restructurations acquisitions), elle n'est pas non plus indépendante du contrôle qui s'exerce sur l'entreprise (intérêts minoritaires) et en son sein (« managers » de filiales à l'instar de ce que l'on trouve dans les divisions de la forme M).

---

<sup>1</sup> Là encore un souci de simplicité, et des contraintes sur le nombre et la disponibilité de données, nous ont conduit à ne pas intégrer de relations non récursives à ce niveau. Il nous aurait fallu endogénéiser l'ensemble des variables de structure de propriété, ce qui aurait complexifié le modèle et poser des problèmes quant au choix des variables exogènes.

## **CONCLUSION GÉNÉRALE**

Il convient, en conclusion, de revenir sur les apports de notre seconde partie, intégrant les relations contractuelles et un opportunisme potentiel du dirigeant, dans l'explication du mouvement de diversification dans son environnement. Que nous enseignent-ils ?

Nous n'observons pas de traces de comportement opportuniste de la part du dirigeant. Ce dernier ne possède pas une inclination<sup>1</sup> à diversifier l'entreprise. En conséquence, le phénomène de recentrage, s'il correspond à une correction du mouvement de diversification entrepris dans les décennies précédentes, ne s'interprète vraisemblablement pas en terme de discrétion managériale non contrainte qui aurait trouvé à s'exprimer contre les intérêts actionnariaux. La pression qu'exercent les marchés financiers pour une moindre diversité de l'entreprise, souvent invoquée, ne doit donc pas être appréhendée comme une soudaine prise de conscience par le marché financier des coûts de la diversité imputable à une inclination du dirigeant. Elle renvoie plutôt à la fonction de contrôle du marché qui évalue et reflète l'adéquation de certains types de stratégies dans l'environnement plus global de l'entreprise.

Cette fonction de contrôle du marché, continue (et non soudaine), qui s'inscrit dans un environnement plus général, est perceptible à travers les comportements stratégiques opportunistes prêtés aux dirigeants. Dans une période où la diversification constituait un trait caractéristique des stratégies d'entreprises, le dirigeant était suspecté d'y trouver des bénéfices personnels au détriment possible des intérêts actionnariaux (cf. Amihud et Lev en 1981). A partir du moment où la diversification n'est plus le mot d'ordre dominant et que se profile le recentrage, c'est à travers un investissement dans des actifs spécifiques à ses compétences que le dirigeant peut heurter l'intérêt des actionnaires (Shleifer et Vishny, 1989). L'investissement dans des actifs spécifiques ne se réalise pas a priori à travers une diversification tous azimuts. Il semble ainsi se dessiner une relation d'équilibre entre les prescriptions stratégiques par période et les préoccupations de contrôle des chercheurs en finance. Lorsque le mot d'ordre stratégique était à l'équilibre du portefeuille d'activités de l'entreprise, donc à la diversification, les chercheurs en finance ont pointé les coûts qui pouvaient naître d'un comportement du dirigeant tendant à satisfaire ses propres intérêts. Lorsque, plus récemment,

---

<sup>1</sup> Rappelons que le terme d'inclination renvoie à une tendance *naturelle*, intrinsèque à l'agent.

l'environnement des entreprises a imposé une concentration des ressources financières sur un nombre plus réduit d'activités et que l'accent a été mis sur leurs ressources stratégiques, le dirigeant a été suspecté de s'émanciper du contrôle des actionnaires et de leur imposer des coûts à partir de ses propres ressources (compétences). Nous ne prétendons évidemment pas que les risques d'un opportunisme managérial ne sont suspectés que ex-post, au regard de la stratégie qui s'impose. La recherche stratégique et financière peut être prescriptive, auquel cas elle précède et produit partiellement les phénomènes observés, tel le recentrage. Nous voulons mettre en relief que prescriptions stratégiques et hypothèses ou théories impliquant un opportunisme managérial se répondent mutuellement et dépendent du contexte économique plus large.

Les résultats obtenus dans le cadre de systèmes d'équations simultanées conduisent donc à des conclusions différentes de celles déductibles des études précédentes ou des méthodologies plus classiques. Mais ils soulèvent aussi des questions quant à l'interprétation à en donner :

- au niveau des entreprises, la performance apparaît comme l'élément déterminant de la diversité et de la participation du dirigeant au capital sans que ces éléments n'exercent d'impact sur la performance ;

- au niveau des acquisitions, la part détenue par le dirigeant influence la performance, nous sommes confrontés à un apparent problème de cohérence.

Nous avons donné à ces résultats une interprétation qui prend la forme d'une lapalissade : les entreprises étudiées, de taille très variées, cotées sur différents marchés ne sont pas au même stade de leur « cycle de croissance ». En schématisant le raisonnement, cela revient à affirmer que les petites entreprises, souvent nouvellement cotées, dans lesquelles les dirigeants possèdent une part non négligeable du capital, n'ont pas encore « saturé » leurs perspectives de croissance sur leur secteur d'activité ( $q$  de Tobin élevé). Elles apparaissent en conséquence relativement peu diversifiées, et leurs dirigeants sont (encore) fortement impliqués dans le capital. Les entreprises plus diversifiées, généralement de taille plus importante ont vu leur participation managériale progressivement décroître au fur et à mesure qu'elles « saturaient » leurs opportunités de croissance et entraient sur de nouveaux marchés.

Ainsi, nous expliquons que le  $q$  de Tobin apparaît comme l'élément déterminant des relations entre performance, structure de propriété et diversification. Cette interprétation peut paraître naïve, néanmoins, comparée à d'autres, elle trouve une meilleure résonance avec nos résultats (cf. chap. 10, § 2.2.3.2 Interprétation). Elle implique des conséquences importantes quant à la signification à porter aux résultats préalablement obtenus. Non seulement ces derniers sont biaisés, mais ils peuvent contribuer à émettre de fausses interprétations et à prêter aux variables, des significations qu'elles n'ont pas. Au vu de cette interprétation, le  $q$  de Tobin reflète le niveau de développement de l'entreprise, nous lui avons donc donné une signification a priori (la mesure de la performance) qu'il ne recouvre pas seulement. Il nous aurait fallu comparer, par exemple, l'impact de la participation managériale sur la performance ou sur la diversification *pour des entreprises présentant un stade de développement comparable*.

Ceci impliquerait, par exemple, de ne prendre en compte que des entreprises de tailles comparables, et/ou uniquement des entreprises cotées sur le règlement mensuel... Nous retrouvons le souci exprimé dans certaines études de ne prendre en compte que des entreprises appartenant à la même classe d'une typologie. Souci certes louable, et peut être nécessaire, mais qui aurait rendu illusoire la réalisation de notre étude sur une période ou un marché si restreint. Si l'interprétation des résultats obtenus lors d'une estimation par équations simultanées laisse transparaître cet effet, les résultats obtenus selon les méthodes classiques (régressions non simultanées) masquent complètement le problème. Ceci constitue une raison de plus de douter des résultats préalablement obtenus.

En avançant que nos résultats reflètent surtout l'étape du processus de croissance dans lequel se trouve l'entreprise, nous confirmons que les mécanismes de marché interviennent surtout en dernier ressort. La « pression des marchés » s'exerce sur les entreprises qui ont échoué, ou sont en impasse, sur leur chemin de développement et doivent donc être restructurées. Les entreprises encore largement diversifiées qui subiraient cette pression seraient celles qui n'auraient pas su trouver des opportunités de croissance sur de nouveaux marchés lorsque ces dernières ont été « saturées » sur les marchés initiaux. Ce peut aussi être celles qui restent diversifiées alors que bon nombre de leurs activités ont déjà saturé leurs opportunités de croissance. Pour ces activités en déclin, seule une agrégation par le marché

(concentration) peut permettre la réalisation de nouvelles économies.

Si nous nous penchons sur l'éclairage offert par notre analyse sur le mouvement historique de diversification, nous sommes tentés, en cohérence avec nos objectifs avancés dans l'introduction à cette recherche, de conclure qu'une inclination du dirigeant s'exprimant contre l'intérêt des actionnaires n'explique pas le phénomène.

Des excès de diversification, coûteux pour les actionnaires alors qu'ils satisfaisaient des objectifs managériaux, ont bien pu intervenir, mais pas dans une proportion supérieure aux excès de recentrage (reengineering) qui peuvent se révéler tout aussi coûteux pour les actionnaires tout en profitant au dirigeant (réputation, salaires). Nous ne retenons pas le point de vue de Shleifer et Vishny (1991, 1997) qui avancent que le mouvement de diversification général dans les années 60 et 70 constitue une aberration quant à la valeur créée (même pour les seuls actionnaires). Ces conclusions se fondent sur des résultats obtenus sur la période récente, ils méritent donc d'être tempérés à la lumière des changements « institutionnels » intervenus depuis. En effet, le chapitre 3 a mis en relief l'importance prise par les actionnaires avec le développement des marchés financiers et l'irruption des fonds étrangers depuis le milieu des années 80. Il se pourrait donc que le contrôle par les marchés ait été très faible dans les années 70, les seuls actionnaires ayant voix au chapitre étant alors les actionnaires contrôlant. En conséquence une discrétion managériale réalisée contre l'intérêt des (« petits ») actionnaires est plus probable à cette époque qu'elle ne l'est aujourd'hui. Même si la diversification a pu être plus efficiente au cours des années 70 qu'elle ne l'est aujourd'hui, il conviendrait de s'en assurer par une étude sur cette période. Les données (boursières) sont relativement rares sur une période antérieure à 1977, et le travail de collecte qu'implique une telle étude est important. Néanmoins elle compléterait nos résultats et nous permettrait de vérifier le bien fondé de notre analyse. Cela constitue un prolongement possible de notre étude.

Enfin, si le recul de la diversification s'explique principalement par les conditions changeantes de l'environnement et que la forte divergence postulée entre objectifs managériaux et l'objectif des actionnaires ne conduit pas à des manifestations opportunistes tangibles, la question posée en fin de première partie reste entière : quel facteur explique que,

contrairement au cas américain, les groupes français restent plus diversifiés que leurs équivalents américains et que le phénomène de recentrage ne se traduise que récemment en réalité mesurable ?

L'explication est à rechercher dans le fait que les groupes français seraient moins sensibles que leurs homologues américains aux conditions environnementales défavorables à la diversification. Notre analyse de l'impact des évolutions de l'environnement sur l'efficacité des firmes n'aurait pas suffisamment pris en compte une variable « institutionnelle » déterminante. Or, il en est une qui rejoint certaines de nos préoccupations : la structure de groupe.

Les groupes représentent autant une structure de contrôle qu'une structure de coordination. Ils sont une structure de coordination en ce qu'ils peuvent représenter une source de flexibilité dans la gestion des activités de l'entreprise. Leurs composantes disposant d'une autonomie juridique et n'étant pas systématiquement détenues en intégralité, elles peuvent être plus facilement cédées ou globalement intégrées dans le groupe. Les groupes constituent également une structure de contrôle originale : un actionnaire ou une entreprise actionnaire minoritaire détient le contrôle sur les actifs des filiales mais pas sa propriété. Nous avons déjà souligné que ce cas est présent au sein de notre échantillon. Le contrôle de la société mère passe alors généralement par un circuit de participations, particulièrement complexe, entre filiales lorsque c'est une personne physique (Pinault, Bolloré) qui contrôle le tout.

Si nous avons pris en compte la dissociation entre propriété et contrôle des dirigeants pour ces groupes (variable « administrateurs liés »), nous ne nous sommes pas attardés sur tous les avantages possibles de cette forme organisationnelle en terme de coordination. A son avantage en terme de flexibilité s'ajoute un avantage possible en terme d'accès et de contrôle de l'information pour les administrateurs et dirigeants. Via leurs multiples filiales et les multiples participations croisées et échanges d'administrateurs qu'elles permettent de développer, ces structures offrent peut-être une meilleure emprise sur leur environnement. Elles ajusteraient, tout en restant diversifiées, leurs contours de manière plus efficace que les grandes entreprises intégrées, en étant plus réactives et plus flexibles vis-à-vis de leur

environnement. Cet aspect, qui concerne la structure organisationnelle du groupe et l'aspect coordination (par opposition à l'aspect contrôle), est peut-être sous-estimé dans nos travaux. Godard (1996) propose de considérer le conseil d'administration non uniquement comme un mécanisme de contrôle, mais aussi comme un mécanisme de coordination à travers la théorie de la dépendance envers les ressources. Ceci nous obligerait à reconsidérer certains points de notre analyse. Nous avons, par exemple, envisagé les nombreux échanges d'administrateurs en France uniquement sous leur angle négatif d'entrave possible aux mécanismes de contrôle des dirigeants. Ils recèlent aussi des avantages en terme d'accès à l'information et de maîtrise de l'information qui permettraient aux entreprises françaises de rester diversifiées sans heurter l'intérêt des actionnaires. Notre analyse reste à compléter, mais il convient pour clore ce premier pas de ne pas en sous-estimer les apports essentiels :

- Au niveau empirique, nous proposons une méthode d'estimation à nos yeux mieux adaptée au traitement du problème et qui met en doute les inférences possibles d'études antérieures.
- Au niveau théorique, notre approche tente d'évaluer les apports mutuels des approches contingentes, qui laissent au manager toute latitude pour adapter au mieux l'entreprise à son environnement, et des approches contractuelles qui mettent l'accent sur le nécessaire contrôle des dirigeants. Ceci nous amène à compléter l'explication que l'on peut donner du phénomène de diversification. En même temps, nous concluons que ces approches sont complémentaires en ce que les insuffisances explicatives de l'une sont clairement mises en évidence par l'autre.

## **Bibliographie**

1. AGGARWAL R.K., SAMWICK A.A., « The other side of the trade-off : the impact of risk on executive compensation », *Journal of Political Economy*, 107 (1), 1999, p. 65-105.
2. AGRAWAL A., KNOEBER R., « Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and Shareholders », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31 (3), 1996, p. 377-397.
3. ALLOUCHE J., SCHMIDT G., *Les outils de la décision stratégique*, tome 1 (avant 1980) et tome 2 (après 1980), Editions la découverte, Paris, 1995.
4. ALLOUCHE J., AMANN B., « Le retour triomphant du capitalisme familial », *l'Expansion Management Review*, Juin 1997, p. 92-99.
5. ALLOUCHE J., *Motifs et efficacité des opérations de croissance externe (1959-1979)*, Thèse pour le doctorat d'Etat, Université Paris IX -Dauphine, 1981.
6. ALLEN J.W., LUMMER S.L., McCONNEL J.J., REED D.K., « Can takeover losses explain spin-off gains », *Journal of Financial and quantitative analysis*, 30 (4), 1995, p. 465-485.
7. AMADIEU P., « Possibilité d'utilisation de l'information comptable sectorielle pour une approche financière des entreprises : le cas français », Communication au 19<sup>ème</sup> Congrès de l'Association Française de Comptabilité, Nantes, Volume 1, mai 1998.
8. AMANN B., « La théorie des droits de propriété », in Gérard Koenig et al., *De nouvelles théories pour gérer l'entreprise du XXIème siècle*, Economica Gestion, Paris, 1999, p. 13-60.
9. AMIHUD Y., KAMIN J., « Revenue vs. profit maximisation : differences in behavior by the type of control and by market power », *Southern Economic Journal*, 45 (3), 1979, p. 838-846.
10. AMIHUD Y., DODD P., WEINSTEIN M., « Conglomerate mergers, managerial motives and stockholder wealth », *Journal of Banking and Finance*, 10, 1986, p. 401-410.
11. AMIHUD Y., LEV B., « Risk reduction as a managerial motive for merger », *Bell Journal of Economics*, 12, 1981, p. 605-617.
12. AMIT R., LIVNAT J., « Diversification Strategies, business cycles and economic performance », *Strategic Management Journal*, 9, 1988, p. 99-110.
13. AMIT R., WERNERFELT B., « Why do firms reduce business risk », *Academy of Management Journal*, 33 (3), 1990, p. 520-533.
14. ANAND J., SINGH H., « Asset redeployment, acquisitions and corporate strategy in declining industries », *Strategic Management Journal*, 18, 1997, p. 99-118.
15. ASKER H.B., *Causal modeling*, Sage University Paper, Series : Quantitative applications in the social sciences, n° 3.
16. ANSOFF H.I., *Corporate strategy*, McGraw-Hill, New York, 1965 (traduit en français : *Stratégie du développement de l'entreprise*, Editions Hommes et Techniques, Paris, 1968).
17. ARNOULD R.J., « Conglomerate growth and public policy », in Gordon L. (ed.), *Economics of conglomerates growth*, Oregon State University, Department of Agricultural

- Economics, Corvallis, OR., 1969, p. 72-80.
18. ARON D.J., « Ability, moral hazard, firm size, and diversification », *Rand Journal of Economics*, 19 (1), Spring 1988.
  19. ARREGLE J-L, « Analyse resource based et identification des actifs stratégiques », *Revue Française de Gestion*, 108, mars-avril-mai 1996, p. 25-36.
  20. ARROW K.J., *The limits of organization*, Norton, New-York, 1974.
  21. AVERY C., CHEVALIER J.A., SCHEFER S., « Why do managers undertake acquisitions ? An analysis of internal and external rewards for acquisitiveness », *Journal of Law Economics and Organization*, 14 (1), 1998, p. 24-43.
  22. BAKER G.P., JENSEN M.C., MURPHY K.J., « Compensation and incentives : practice vs. theory », *Journal of Finance*, 43 (3), 1988, p. 593-616.
  23. BALIGA B.R., MOYER R.C., RAO R.S., « CEO duality and firm performance : what's the fuss ? », *Strategic Management Journal*, 17, 1996, p. 41-53.
  24. BARBER B.M., PALMER D., WALLACE J., « Determinants of conglomerate and predatory acquisitions : evidence from the 1960s », *Journal of Corporate Finance*, 1, 1995, p. 283-318.
  25. BARBER B.M., LYON J.D., « Detecting abnormal operating performance : the empirical power and specification of test Statistics », *Journal of Financial Economics*, 41, 1996, p. 359-399.
  26. BARCLAY M.J., HOLDERNESS C.G., « Negotiated block trades and corporate control », *Journal of Finance*, 46, 1991, p. 861-878.
  27. BARNARD C.I., *The functions of the executive*, Cambridge, 1962.
  28. BATSCH L., *Aspects financiers et stratégiques des politiques de recentrage des groupes industriels en France*, Thèse en Sciences de Gestion, Université Paris IX-Dauphine, 1992.
  29. BAUER M., BERTIN-MOUROT B., « Administrateurs et dirigeants du CAC40. Des logiques sociales d'autocontrôle au cœur du gouvernement d'entreprise », publié par le CNRS et le cabinet Boyden, 1997.
  30. BAUMOL W.J., *Business behavior, value and growth*, New York, 1959.
  31. BAUMOL W.J., « On the theory of expansion of the firm », *American Economic Review*, 52, 1962, p. 1078-1087.
  32. BAYSINGER B., HOSKISSON R.E., « Diversification strategy and R&D intensity in multiproduct firms », *Academy of Management Journal*, 32, 1989, p. 310-332.
  33. BAYSINGER B., HOSKISSON R.E., « The composition of boards of directors and strategic control : effects on corporate strategy », *Academy of Management Review*, 15 (1), 1990, p. 72-87.
  34. BEATTIE D.L., « Conglomerate diversification and performance : a survey and time series analysis », *Applied Economics*, 1980, p. 251-273.
  35. BEAU D., SANANES J-C., « Les opérations de croissance externe des entreprises françaises : constats et perspectives », *Revue d'Economie Industrielle*, 54, 4<sup>ème</sup> trimestre 1990, p. 100-112.

36. BERGER P.G., OFEK E., « Diversification's effect on firm value », *Journal of Financial Economics*, 37, 1995, p. 39-65.
37. BERGER P.G., OFEK E., « Bustup takeovers of value destroying diversified firms », *Journal of Finance*, 51 (4), 1996, p. 1175-1200.
38. BERLE A.A., MEANS G.C., *The modern corporation and private property*, MacMillan, 2<sup>e</sup> éd. 1956.
39. BERNHEIM B.D., WHINSTON M.D., « Multimarket contact and collusive behavior », *Rand Journal of Economics*, 21, Spring 1990, p. 1-26.
40. BERRY C.H., *Corporate growth and diversification*, Princeton University Press, Princeton, 1975.
41. BERRY W.D., *Non recursive causal models*, Sage University Paper, Series : Quantitative applications in the social sciences, n° 37.
42. BETHEL J.E., LIEBESKIND J.P., OPLER T., « Block share purchase and corporate performance », Working Paper, juillet 1997 (Paru dans le *Journal of Finance*, avril 1998).
43. BETTIS R.A., « performance differences in related and unrelated diversified firms », *Strategic Management Journal*, 2, 1981, p.379-393.
44. BETTIS R., « Modern financial theory, corporate strategy and public policy : three conundrums », *Academy of Management Review*, 8, 1983, p. 406-414.
45. BETTIS R.A., HALL W.K., « Diversification strategy, accounting determined risk, and accounting determined return », *Academy of Management Journal*, 25, 1982, p. 254-264.
46. BETTIS R.A., HALL W.K., PRAHALAD C.K., « Diversity and performance in the multibusiness firm », *AIDS Proceedings*, 1978, p. 210-212.
47. BETTIS R.A., MAHAJAN V., « Risk/return performance of diversified firms », *Management Science*, 31, 1985, p. 785-799.
48. BHAGAT S., HIRSHLEIFER D., NOAH R., « The effect of takeovers on shareholder value », Working paper (version june 18, 1999), cf site internet de Sanjai Bhagat.
49. BHIDE A., « Reversing corporate diversification », in : *Studies in international corporate Finance and governance systems*, Donald H. Chew Ed., Oxford University Press, 1997, p. 106-117.
50. BLACK F., SCHOLES M., « The pricing of options and corporate liabilities », *Journal of Political Economy*, 81 (3), 1973, p. 637-654.
51. BOHREN O., NORLI O., « Determinants of intercorporate shareholdings », *European Finance Review*, 1, 1997, p. 265-287.
52. BOUCEK F., « Developments in postwar French political economy : the continuing decline of *dirigisme* ? », in J. Sheldrake et P.D. Webb, *State and Market : aspects of modern european development*, Dartmouth, 1993.
53. BOYD B.K., « CEO duality and firm performance : a contingency model », *Strategic Management Journal*, 16, 1995, p. 301-312.
54. BURKART M., GROMB D., PANUNZI F., « Large shareholders, monitoring, and the value of the firm », *The Quarterly Journal of Economics*, 62 (3), 1997, p. 693-728.

55. BUSIJA E.C., O'NEILL H.M., ZEITHMAL C.P., « Diversification strategy, entry mode, and performance : evidence of choice and constraints », *Strategic Management Journal*, 18 (4), 1997, p. 321-327.
56. BRAUDEL F., LABROUSSE E., *Histoire économique et sociale de la France, Tome IV.3, années 1950-1980*, Paris, PUF, 1982.
57. BRICKLEY J.A., COLES J., JARREL G.A., « Corporate leadership structure : on the separation of the CEO and chairman positions », Working Paper, University of Rochester, 1994.
58. BRICKLEY J.A., COLES J., TERRY R., « Outside directors and the adoption of poison pills », *Journal of Financial Economics*, 35, 1994, p. 371-390.
59. BROWN S., WARNER J., « Using daily stock returns : the case of event studies », *Journal of Financial Economics*, 14, 1985, p. 3-31.
60. BYRD J.W., HICKMAN , « Do outside directors monitor managers ? evidence from tender offer bids », *Journal of Financial Economics*, 32, 1992, p. 195-221.
61. CABY J., HIRIGOYEN G., *La création de valeur de l'entreprise*, Economica, Connaissance de la gestion, Paris, 1997.
62. CADIOU C., *Le redéploiement stratégique de l'entreprise*, Les éditions d'organisation, Paris, 1990.
63. CAMUS B., ROUSSET M., « Diversification des entreprises et performances économiques », Communication aux 6<sup>ème</sup> journées des Centrales de Bilan, 1980.
64. CARMINATTI G., GENIN V., « French supervisory board and firm performance : a behavioral approach », Communication aux journées internationales de l'AFFI (Grenoble), 1997.
65. CASTANIAS R.P., HELFAT C.E., « Managerial and winfall rents in the market for corporate control », *Journal of Economic Behavior and Organization*, 18, 1992, p. 153-184.
66. CHANDLER A.D., *La main visible des managers, une analyse historique*, Economica, 1988.
67. CHANDLER A.D., *Stratégies et structures de l'entreprise*, Les éditions d'organisation, Paris, 1989 (Traduction (préfacée) de son ouvrage de 1962).
68. CHANDLER A.D., « Organizational capabilities and the economic history of the industrial enterprise », *Journal of Economic Perspectives*, 6 (3), 1992, p. 79-100.
69. CHANNON D.F., *The strategy and structure of british enterprise*, Londres, Mac Millan, 1973.
70. CHARLETY-LEPERS P., SASSENOU M., « L'impact patrimonial des offres publiques d'achat et d'échange, le cas français », *Revue Economique*, 3, 1994, p. 625-637.
71. CHARREAUX G., « Structure de propriété, relation d'agence et performance financière », *Revue Economique*, 3, 1991, p. 521-552.
72. CHARREAUX G., « Mode de contrôle des dirigeants et performance des firmes », *Revue d'Economie Industrielle*, hors série, 1<sup>er</sup> trimestre, 195, p. 135-172.
73. CHARREAUX G (éd.), *Le gouvernement des entreprises, Théories et Faits*, Economica

- Recherche en Gestion, Paris, 1997.
74. CHARREAUX G., « La mesure de performance des entreprises », *Banque et Marchés*, 34, mai-juin 1998, p. 46-51.
  75. CHARREAUX G. , « La théorie positive de l'agence : lecture et relectures... », in Gérard Koenig, *De nouvelles théories pour gérer l'entreprise du XXIème siècle*, Economica Gestion, Paris, p. 61-141, 1999.
  76. CHARREAUX G., PITOL-BELIN J.P., « La théorie contractuelle des organisations : une application au conseil d'administration », *Economie et Société*, 6, 1987, p. 149-181.
  77. CHATTERJEE S., « Types of synergie and economic value : the impact of acquisitions on merging and rival firms », *Strategic Management Journal*, 7(2), 1986, p. 119-139.
  78. CHATTERJEE S., WERNERFELT B., « The link between ressources and type of diversification : theory and evidence », *Strategic Management Journal*, 12, 1991, p. 33-48.
  79. CHO M-H., « Ownership structure, investment, and the corporate value : an empirical analysis », *Journal of Financial Economics*, 47, 1998, p. 103-121.
  80. CHOI D., PHILIPPATOS G.C., « An examination of merger synergism », *Journal of Financial Research*, 6(3), 1983, p. 239-256.
  81. CHRISTENSEN H.K., MONTGOMERY C.A., « Corporate economic performance : diversification vs. market structure », *Strategic Management Journal*, 2, 1981, p. 327-343.
  82. CHUNG K.H., PRUITT S.W., « A simple approximation of Tobin's q », *Financial Management*, 23 (3), 1994, p. 70-74.
  83. CLAESSENS M., NGUYEN P., « Situation sectorielle, type d'acquisition et évolution de la performance de l'acquéreur », *Actes des 14<sup>ème</sup> journées internationales des IAE*, tome 2, 1998, p. 53-70.
  84. CLAESSENS S., DJANKOV S., FAN J.P.H, LANG L.H.P., « Diversification and efficiency of investment by east asian corporations », *Working paper*, World Bank, 1999.
  85. COHEN E., « De la déréglementation financière à la déréglementation du marché des dirigeants ? », *Revue Française de Gestion*, novembre-décembre 1996, p. 84-93.
  86. COLIE, D.G., *A test for managerial opportunism as a motive for corporate merger activity, a limited dependent variables model approach*, Dissertation submitted in partial fulfillment of the requirement for the degree of Doctor of Philosophy, Department of Finance, University of South florida, May 1994.
  87. COLLIS J., MONTGOMERY C.A., « Creating corporate advantage », *Harvard Business Review*, May-June 1998, p. 78-83.
  88. COMMENT R., JARREL G.A., « Corporate focus and stock return », *Journal of Financial Economics*, 37, 1995, p. 67-87.
  89. CONSEIL NATIONAL DU PATRONAT FRANÇAIS (CNPFF), Association Française des Entreprises Privées (AFEP), *Le conseil d'administration des Sociétés Cotées*, (« Rapport Viénot »), Juillet 1995.
  90. COPELAND T., « Pourquoi valoriser la valeur », *L'Expansion Management Review*, décembre 1995, p. 54-63.

91. COUGHLAN A.T., SCHMIDT R.M., « Executive compensation, management turnover and firm performance », *Journal of Accounting and Economics*, 7, 1985, p. 43-66.
92. CROZIER M., FRIEDBERG E., *L'acteur et le système*, Editions du Seuil, Paris, 1977.
93. DAHL R.A., « The concept of power », *Behavioral Science*, 2, 1957, p. 201-215.
94. DALEY L., MEHROTRA V., SIVAKUMAR R., « Corporate focus and value creation, evidence from spinoffs », *Journal of Financial Economics*, 45, 1997, p. 257-281.
95. DEALS (rapports sur les F&A de 1983 à 1993) : P.F. publications.
96. DE ANGELO, MASULIS R., « Optimal capital structure under corporate and personal taxation », *Journal of Financial Economics*, March 1980, p..
97. DEHRY A., « Les fusions et acquisitions en France de 1959 à 1992 : évolution et caractéristiques », *Revue d'Economie Industrielle*, n°73, 3ème trimestre 1995, p 19-44.
98. DEMSETZ H., « The structure of ownership and the theory of the firm », *Journal of Law and Economics*, 26, 1983, p. 375-390.
99. DEMSETZ H., LEHN K., « The structure of corporate ownership : causes and consequences », *Journal of Political Economy*, 1985, 93 (6), 1155-1177.
100. DENIS D.J., DENIS D.K., « Performance changes surrounding top-management dismissals », *Journal of Finance*, 50, 1995, p. 1029-1057.
101. DENIS D.J., DENIS D.K., SARIN A., « Agency problems, Equity ownership, and corporate diversification », *Journal of Finance*, 52 (1), 1997, p. 135-159.
102. DESAI H., JAIN P.C., « Firm performance and focus : long –run stock market performance following spinoffs », *Journal of Financial Economics*, 54, 1999, p. 75-101.
103. DIAMOND D.W., VERRECHIA R.E., « Optimal managerial contracts and equilibrium security prices », *Journal of Finance*, 37, 1982, p. 221-235.
104. DJELASSI M., « Structures de propriété, relation d'agence et performance des firmes françaises cotées en bourse », *Journal de la Société Statistique de Paris*, 137 (3), 1996, p. 51-77.
105. DONALDSON L., « The ethereal hand : organizational economics and management theory », *Academy of management review*, 15 (3), 1990, p. 369-381.
106. DONALDSON L., *American anti-management theories of organization*, Cambridge University Press, 1995.
107. DONALDSON L., *For positivist organization theory : proving the hard-core*, London, Thousands Oaks, Calif : Sage publication, 1996.
108. DONALDSON L., DAVIS J.H., « Stewardship theory or agency theory :CEO governance and shareholder returns », *Australian Journal of Management*, 16 (1), 1991, p. 49-64.
109. DONALDSON G., *Managing corporate wealth*, Praeger, New-york, 1984.
110. DONALDSON G., « The corporate restructuring of the 1980's and its import for the 1990s », in : *Studies in international corporate Finance and governance systems*, Donald H. Chew Ed., Oxford University Press, 1997, p. 83-97.

111. DONALDSON G, LORSCH J.W., *Decision making at the top, the shaping of strategic direction*, Basic Books, New York, 1983.
112. DOSI G., TEECE D., WINTER S., « Les frontières des entreprises : vers une théorie de la cohérence de la grande entreprise », *Revue d'Economie Industrielle*, 51, 1<sup>er</sup> trimestre 1990.
113. DOUGLAS G.W., « Risk in the equity market : an empirical appraisal of market efficiency », *Yale Economic Essays*, 9, 1969, p. 3-45.
114. DUMONTIER P., HUMBERT M., « Les acquisitions d'entreprises : étude des déterminants de l'enrichissement des actionnaires des entreprises acquéreuses », Communication à la 13<sup>ème</sup> conférence internationale de l'AFFI, atelier Corporate Finance 5, Genève 1996.
115. DUMONTIER P., PECHEROT B., « Determinants of returns to acquiring firms around tender offer announcement dates : the french evidence », Congrès EFMA, Lisbonne, Juin 1998.
116. DUNDAS K.N.M., RICHARDSON P.R., « Implementing the unrelated product strategy », *Strategic Management Journal*, 3, 1982, p. 287-301.
117. DUTRAIVE V., « La firme entre transaction et contrat : Williamson épigone ou dissident de la pensée institutionnaliste ? », *Revue d'Economie Politique*, 103(1), 1993, p. 83-105.
118. DYAS G.P., THANHEISER H.T., *The emerging european enterprise : strategy and structure in French and German Industry*, Londres, Mac Millan, 1975.
119. ECKBO B.E., MAKSIMOVIC V., WILLIAMS J., « Consistent estimation of cross-sectional models in event studies », *The Review of Financial Studies*, 3 (3), 1990, p. 343-365.
120. ELGERS P.T., CLARK J.J., « Mergers types and stockholder returns : additional evidence », *Financial Management*, 1980, P. 66-72.
121. FAMA E.F., « Agency problem and the theory of the firm », *Journal of Political Economy*, 88, 1980, p. 288-307.
122. FAMA E.F., JENSEN M.C., « Separation of ownership and control », *Journal of Law and Economics*, 26, June 1983, p. 301-326.
123. FAVEREAU O., « Rationalité », in *Encyclopédie de gestion, Tome 3*, sous la direction de Yves Simon et Patrick Joffre, Economica, Paris, 1997, p. 2794-2808.
124. FINKELSTEIN S., D'AVENI R.A., « CEO duality as a double-edge sword : how boards of directors balance entrenchment avoidance and unity of command », *Academy of Management Journal*, 37 (5), *Academy of Management Journal*, 37 (5), 1994, p. 1079-1108.
125. FIZEL J.L., LOUIE K.T., MENTZER M.S., « An economic, organizationnal and behavioral model of the determinants of CEO tenure », *Journal of Economic Behavior and Organization*, 14, 1990, p. 363-379.
126. FLIGSTEIN N., *The transformation of corporate control*, Harvard University Press, 1990.

127. FOX M.A., HAMILTON R.T., « Ownership and diversification : agency theory or stewardship theory ? », *Journal of Management Studies*, 31 (1), 1994, p. 69-81.
128. FRANKS J., MAYER C., « Capital market and corporate control : a study of France, Germany and the UK », *Economic Policy*, 10, 1990, p. 191-216.
129. FRANKS J., MAYER C., « Corporate ownership and control in the U.K., Germany and France », *Journal of Applied Corporate Finance*, 9 (4), Winter 1997, p. 30-56.
130. GALAI D., MASULIS R., « The option pricing and the risk factor of a stock », *Journal of Financial economics*, 3, 1976, p. 53-81.
131. GALBRAITH J.K., *The new industrial State*, Boston, Houghton Mifflin, 1967.
132. GEDAJLOVIC E.R., SHAPIRO D.M., « Management and ownership effects : evidence from five countries », *Strategic Management Journal*, 19, 1998, p. 533-553.
133. GERTNER R.H., SCHARFSTEIN D.S., STEIN J.C., « Internal versus external capital markets », *The quarterly Journal of Economics*, November 1994, p 1211-1230.
134. GERVAIS M., *Contrôle de gestion*, Economica collection Gestion, 5<sup>ème</sup> édition, 1994.
135. GILMORE F., BRADENBURG R.G., « Anatomy of corporate planning », *Harvard Business Review*, 40 (6), novembre-décembre 1962.
136. GINGLINGER Edith, *Le financement des entreprises par le marché des capitaux*, Paris, PUF, 1991.
137. GODARD L., *Conseil d'administration, stratégie et performance financière*, Thèse de Doctorat en sciences de Gestion, Université de Bourgogne, 1996.
138. GODARD L., « Conseil d'administration, systèmes de contrôle et d'incitation des dirigeants et stratégies des entreprises », in *Le gouvernement des entreprises*, Gérard Charreaux éd., 1997, p. 211-239.
139. GODARD L., « Les déterminants du choix entre un conseil d'administration et un conseil de surveillance », *Revue Finance Contrôle Stratégie*, 1 (4), 1998, p. 39-62.
140. GOFFIN R., *Principe de finance moderne*, Economica Gestion, Paris, 1998.
141. GOLDSTEIN A., « Privatisations et contrôle des entreprises en France », in O. Bouin et C. Morisson, *Les privatisations, Un état des lieux*, *Revue Economique*, 47(6), novembre 1996, p. 1309-1332.
142. GOMEZ P.Y., *Qualité et théorie des conventions*, Economica, 1994.
143. GOMEZ P.Y., *Le gouvernement de l'entreprise. Modèles économiques de l'entreprise et pratiques de gestion*, InterEditions, Paris, 1996.
144. GOMEZ-MEJIA L.R., « Structure and process of diversification, compensation strategy, and firm performance », *Strategic Management Journal*, 13, 1992, p. 381-397.
145. GOOLD M., LUCHS K., « Why diversify ? Four decades of management thinking », *Academy of Management Executive*, 7 (3), 1993, p. 7-25.
146. GORGÉ J.P., TANDÉ A., « Une étude du Ministère de l'Industrie sur la concentration industrielle entre 1970 et 1972 », *Economie et Statistique*, n°68, juin 1975, p. 39-57.
147. GORT M., *Diversification and integration in american industry*, Princetown

- University Press, Princetown, NJ, 1962.
148. GRANT R.M., JAMMINE A.P., THOMAS H., « Diversity, diversification and profitability among british manufacturing companies, 1972-1984 », *Academy of Management Journal*, 31(4), 1988, p. 771-801.
  149. GRIBBIN J.D., « The conglomerate Merger », *Applied Economics*, 8, March 1976, p. 19-35.
  150. GROSSMAN S.J., HART O.D., « Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation », *Bell Journal of Economics*, 11, 1980, p. 42-64.
  151. GROSSMAN S.J., HART O.D., « The costs and benefits of ownership : a theory of vertical and lateral integration », *Journal of Political Economy*, 94 (4), 1986, p. 691-719.
  152. HACHETTE I., *Opérations financières et transfert de richesse*, Paris, PUF, 1994.
  153. HALL E.H., St. JOHN C.R., « A methodological note on diversity measurement », *Strategic Management Journal*, 15, 1994, p. 153-168.
  154. HAMEL G., STERN J., « Le court terme peut-il ruiner la vision à long terme », dossier valeur de l'Expansion *Management Review*, décembre 1995, p. 64-69.
  155. HAMMER M., CHAMPY J., *Le reengineering*, Paris , Dunod, 1993.
  156. HARRIS D., HELFAT C., « Specificity of CEO human capital and compensation », *Strategic Management Journal*, 18, 1997, p. 895-920.
  157. HARISSON J.R., TORRES D.L., KUKALIS S., « The changing of the guard : turnover and structural change in the top management positions », *Administrative Science Quarterly*, 33, 1988, p. 211-232.
  158. HASSID J., « Diversification and yhe firm's rate of growth », *Manchester school of Economic and Social Studies*, March 1977, 45, p. 16-28.
  159. HERMALIN B.E., WEISBACH M.S., « The effect of board composition on corporate performance », Working Paper (Massachusetts Institute of Technologie, Cambridge, MA), 1987.
  160. HERMALIN B.E., KATZ M.L., « Corporate diversification and agency », Working Paper, University of California at Berkeley, November 1996, 38 pages.
  161. HILL C.W.L., « Conglomerate performance over the Economic cycle », *Journal of Industrial Economics*, 32 (2), 1983,p. 197-211.
  162. HILL C.W.L., HOSKISSON R.E., « Strategy and structure in the multiproduct firm », *Academy of Management Review*, 12 (2), 1987, p. 331-334.
  163. HILL W.L., JONES T.M., « Stakeholder-agency theory », *Journal of Management Studies*, 29 (2), 1992, p. 131-154.
  164. HILL C.W.L. SNELL S.A., « Externam control, corporate strategy, and firm performance in research intensive industries », *Strategic Management Journal*, 9, 1988, p. 577-590.
  165. HIRIGOYEN G., « Nouvelles approches du lien stratégie-finance », *Revue Française de Gestion*, janvier-février, 1993, p. 64-73.

166. HITE G.L., OWERS J.E., « Security price reactions around corporate spin-off announcements », *Journal of Financial Economics*, 12, 1983, p. 409-436.
167. HOLDERNESS C.G., SHEEHAN D.P., « Raiders or saviors ? The evidence on six controversial investors », *Journal of Financial Economics*, 14, 1985, p. 555-579.
168. HOLMSTRÖM, B., « Moral hazard and observability », *Bell Journal of Economics*, Spring 1979, p. 74-91.
169. HOSKISSON R.E., HITT M.A., « Antecedents and performance outcomes of diversification : a review and critique of theoretical perspectives », *Journal of Management*, 16 (2), 1990, p. 461-509.
170. HOSKISSON R.E., TURK T.A., « Corporate restructuring : governance and control limits of the internal capital market », *Academy of Management Journal*, 19 (3), 1990, p. 459-477.
171. HOSKISSON R.E., HITT M.A., HILL C.W.L., « Managerial risk taking in diversified firms : an evolutionary perspective », *Organization Science*, 2 (3), 1991 , p. 296-314.
172. HUBBARD R.G., PALIA D., « A re-examination of the conglomerate merger wave in the 1960s : an internal capital markets view », Working paper de la Graduate School of Business, Columbia University, 28 pages, April 1998.
173. HUSSON B., « Les prises de contrôle sur le marché français enrichissent-elles les actionnaires ? », *Finance*, 9 (2), 1988, p.35-56.
174. JACQUEMIN A.P., « Une mesure entropique de la diversification », *Revue Economique*, Septembre 1975, p. 834-838.
175. JACQUEMIN A.P., BERRY C.H., « Entropy measure of diversification and corporate growth », *The Journal of Industrial Economics*, 27(4), June 1979, p. 359-369.
176. JAGANNATHAN M., « Internal control mechanisms and forced CEO turnover : an empirical investigation », Dissertation in partial fulfillment of the requirements for the degree of Doctor of Philosophy, Virginia Polytechnic Institute and State University, 1996.
177. JENNY F., WEBER A-P, « Concentration et politique des structures industrielles », Publication à la Documentation française, série Economie et planification, 1974.
178. JENNY F., WEBER A-P., « Concentration économique et fonctionnement des marchés », *Economie et Statistique*, n°65, p. 17-27, Mars 1975.
179. JENSEN M.C., « Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers », *American Economic Review*, 76, 1986, p. 323-329.
180. JENSEN M.C., MECKLING W.H., « Theory of the firm, managerial behavior, agency costs and ownership structure », *Journal of Financial Economics*, 3, October 1976, p. 305-360.
181. JENSEN M.C., MURPHY K.J., « Performance pay and top management incentives », *Journal of Political Economy*, 98 (2), 1990, p. 225-264.
182. JOFFRE P., KOENIG G., « L'entreprise et la turbulence », *Analyse de la SEDEIS*, n°21, mai 1981.
183. JOFFRE P., « L'économie des coûts de transaction ou le marché et l'entreprise à la fin

- du XXème siècle », in Gérard Koenig et al., *De nouvelles théories pour gérer l'entreprise du XXIème siècle*, Economica Gestion, Paris, 1999, p. 143-170.
184. JOHN K., OFEK E., « Asset sales and increase in focus », *Journal of Financial Economics*, 37, 1995, p. 105-126.
  185. JONES G.R., HILL W.L., « Transaction cost analysis of strategy-structure choice », *Strategic Management Journal*, 9, 1988, p. 159-172.
  186. KADUSHIN C., « Friendship among the french financial elite », *American Sociological Review*, 60, April 1995, p. 202-221.
  187. KAPLAN S.N., WEISBACH M.S., « The success of acquisitions : evidence from divestitures », *The Journal of Finance*, 47(1), march 1992, p. 107-138.
  188. KEATS B.W., « Diversification and business economic performance revisited : issue of measurement and causality », *Journal of Management*, 16 (1), 1990, p. 61-72.
  189. KIM W.C., « Developing a global diversification measure », *Management Science*, 35(3), march 1989, p. 376-383.
  190. KLEIN B., CRAWFORD R., ALCHIAN A.A., « Vertical integration, appropriable rents and the competitive contracting process », *Journal of Law and Economics*, 21, 1978, p. 297-326.
  191. KLEIN P.G., « Were the conglomerates inefficient ? A reconsideration », Working Paper, University of Georgia, Dept. of Economics, 1997.
  192. KOENIG G., *Les théories de la firme*, Economica, Paris, 1993.
  193. KOENIG G., « Les ressources au principe de la stratégie », in Gérard Koenig et al., *De nouvelles théories pour gérer l'entreprise du XXIème siècle*, Economica Gestion, Paris, 1999, p. 199-239.
  194. KOGUT B., WALKER G., ANAND J., « Nothing but the facts : organizational form and national divergences in diversification behavior », University of Pennsylvania, Philadelphia, PA 19104, Working Paper 96-10, 1996.
  195. KOLE S.R., « Managerial ownership and firm performance : incentives or rewards ? », Working Paper 93-10, University of Rochester, 1994, Rochester, New-York.
  196. KOLE S.R., « Measuring managerial equity ownership : a comparison of sources of ownership data », *Journal of Corporate Finance*, 1, 1995, p. 413-435.
  197. KPMG, *Gouvernement d'entreprise : bilan français et international*, troisième enquête, Juillet-Août 1998.
  198. KREMP E., « Structure du capital des entreprises françaises en 1996 », *Bulletin de la Banque de France*, 55, juillet 1998, p. 81-91.
  199. LAMONT B.T., ANDERSON C.R., « Mode of corporate diversification and economic performance », *Academy of Management Journal*, 28, 1985, p. 926-934.
  200. LAMONT O., « Cash flow and investment : evidence from internal capital markets », *The Journal of Finance*, 52 (1), March 1997, p. 83-109.
  201. LANE P.J., CANNELLA A.A., LUBATKIN M.H., « Agency problem as antecedents to unrelated mergers and diversification : Amihud and Lev reconsidered », *Strategic*

- Management Journal, 19, 1998, p. 555-578.
202. LANG L.H.P., STULZ R.M., «Tobin's q, corporate diversification, and firm performance », Journal of Political Economy, 102 (6), 1994, p. 1248-1280.
203. LANGOT J., *Comptabilité anglo-saxonne, normes, mécanismes et documents financiers*, Economica, collection Techniques de Gestion, Paris, 1997.
204. LEBARON D., SPEIDELL L.S., « Why are the parts worth more than the sum ? `Chop Shop', a corporate valuation model », in *The Merger Boom*, édité par Browne L.E. et Rosengren E.S., Conference Series, n°31, Boston : fed. Reserve Bank, 1987.
205. LEVITT T., «Dinosaurs among the bears and bulls », Harvard Business Review, 53 (1), 1975, p. 41-53.
206. LEVY H., «Equilibrium in an imperfect market : a constraint on the number of securities in a portfolio », American Economic Review, 68, 1978, p . 643-658.
207. LEVY H., « Possible explanations of no-synergy mergers and small firm effect by the generalized capital asset pricing theory », Review of Quantitative Finance and Accounting, , 1991, p. 101-127.
208. LEWELLEN W.G., « A pure financial rationale for the conglomerate merger », Journal of Finance, 26, May 1971, p. 521-542.
209. LEWELLEN W.G., BADRINATH S.G., « On the measurement of Tobin's q », Journal of Financial Economics, 44, 1997, p. 77-122.
210. LEWELLEN W.G., LODERER C., ROSENFELD A., « Mergers, executive risk reduction, and stockholder wealth », Journal of Financial and Quantitative Analysis, 24 (4), 1989, p. 459-472.
211. LI M., SIMERLY R.L., « The moderating effect of environmental dynamism on the ownership and performance relationship », Strategic Management Journal, 19, 1998, p. 169-179.
212. LINDENBERG E., ROSS S., « Tobin's q ratio and industrial organization », Journal of Business, 54, 1981, p. 1-33.
213. LINS K., SERVAES H., « International evidence on the value of corporate diversification », Working Paper of the Kenan-Flager Business School, University of North Carolina, 1998 (A paraître dans le Journal of Finance, décembre 1999).
214. LINTNER J., « Security prices, risk, and maximal gains from diversification », Journal of Finance, December 1965, p. 587-615.
215. LODERER C., MARTIN K., « Executive stock ownership and performance, tracking faint traces », Journal of Financial Economics, 45, 1997, p. 223-255.
216. LOUITRI A., *Stratégies de diversification et structures organisationnelles des groupes industriels. Profils, facteurs et performances (1970-1980)*, Thèse pour le Doctorat d'Etat ès Sciences de Gestion, Université de Bordeaux, 1984.
217. LUBATKIN M.H., « Merger strategies and stockholder value », Strategic Management Journal, 8, 1987, p. 39-53.
218. LUBATKIN M., CHATTERJEE S., « The strategy-shareholder value relationship :

- testing temporal stability across market cycles », *Strategic Management Journal*, 12, 1991, p. 251-270.
219. LUBATKIN M., CHATTERJEE S., « Extending modern portfolio theory into the domain of corporate diversification : does it apply ? », *Academy of Management Journal*, 37 (1), 1994, p. 109-136.
220. LUBATKIN M., O'NEILL H., « Merger strategies and capital market risk », *Academy of Management Journal*, 30, 1987, p. 665-684.
221. LUBATKIN M., ROGERS R.C., « Diversification, systematic risk, and shareholder return : a capital market extension of Rumelt's 1974 study », *Academy of Management Journal*, 32 (2), 1989, p. 454-465.
222. MAATI J., « Taille optimale du conseil d'administration et interconnexions des sociétés », papier de recherche, GERME, Université de Picardie.
223. MACE M.L., *Directors : myth and reality*, Harvard Business, Boston, MA, 1971.
224. MAILLET B., RAYMOND H., « Variabilité du risque systématique : une étude du bêta sur le marché français des actions », Communication à la 14<sup>ème</sup> conférence de l'AFFI, Grenoble, juin 1997.
225. MALLETT P., FOWLER K.L., « Effects of board composition and stock ownership on the adoption of « poison pills » », *Academy of Management Journal*, 35 (5), 1992, p. 1010-1035.
226. MARKIDES C.C., WILLIAMSON P.J., « Related diversification, core competencies and corporate performance », *Strategic Management Journal*, 15, 1994, p. 149-165.
227. MARKIDES C.C., WILLIAMSON P.J., « Corporate diversification and organizational structure : a resource-based view », INSEAD, Working paper 95/78/SM, 1995.
228. MARKOWITZ H.M., *Portfolio selection : efficient diversification of investments*, New York, Wiley, 1959.
229. MARRIS R., « A model of « managerial » enterprise », *Quarterly Journal of Economics*, 2, 1963, p. 185-209.
230. MATSUSAKA J.G., « Takeover motives during the conglomerate merger wave », *RAND Journal of Economics*, 24 (3), p. 357-379, Autumn 1993.
231. MATSUSAKA J.G., « Did tough antitrust enforcement cause the diversification of american corporations ? », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31 (2), p. 283-294, June 1996.
232. MAURER F., *Stratégies de diversification, performance de la firme et cycles boursiers, le cas des firmes industrielles françaises cotées au règlement mensuel*, Thèse de Sciences de Gestion, Université Montesquieu-Bordeaux IV, janvier 1998.
233. MAY D.O., « Do managerial motives influence firm risk reduction strategies ? », *Journal of Finance*, 50 (4), 1996, p. 1291-1308.
234. McCONNELL J.J., SERVAES H., « Additional evidence on equity ownership and corporate value », *Journal of Financial Economics*, 27, 1990, p. 595-612.

235. MERTON R. K., *Social theory and social structure*, Glencoe, IL : Free Press, 1968.
236. MILES J.A., ROSENFENFELD, « The effect of voluntary spin-off announcements on shareholders wealth », *Journal of Finance*, 38, 1983, p. 1597-1606.
237. MILLER K.D., BROMILEY P., « Strategic risk and corporate performance : an analysis of alternative risk measures », *Academy of Management Journal*, 33, 1990, p. 756-779.
238. MINTZBERG H., *Le pouvoir dans les organisations*, Les Editions d'Organisation, 1986, traduction de *Power in and around organization*, Prentice-Hall, 1983.
239. MODIGLIANI F., MILLER M.H., « The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment », *American Economic Review*, June 1958, p. 261-297.
240. MODIGLIANI F., MILLER M.H., « Corporate income taxes and the cost of capital : a correction », *American Economic Review*, June 1963, p. 433-443.
241. MONTGOMERY C.A., « Diversification, market structure, and firm performance : an extension of Rumelt's work », *Doctoral Dissertation*, Purdue University, 1979.
242. MONTGOMERY C.A., « The measurement of firm diversification : some new empirical evidence », *Academy of Management Journal*, 25, 1982, p. 299-307.
243. MONTGOMERY C.A., « Corporate diversification », *Journal of Economics Perspectives*, 8 (3), Summer 1994, P. 163-178.
244. MONTGOMERY C.A., SINGH H., « diversification strategy and systematic risk », *Strategic Management Journal*, 5, 1984, p. 181-191.
245. MONTGOMERY C.A., WERNERFELT B., « Diversification, ricardian rents, and Tobin's q », *RAND Journal of Economics*, 19, winter 1988, p. 623-632.
246. MONTMORILLON (de-) B., *Les groupes industriels, analyse structurelle et stratégique*, Economica, Paris, 1986.
247. MORCK R., SHLEIFER A., VISHNY R.W., « Management ownership and market valuation, an empirical analysis », *Journal of Financial Economics*, 20, 1988, p. 293-315.
248. MORCK R., SHLEIFER A., VISHNY R.W., « Do managerial objectives drive bad acquisitions », *Journal of Finance*, 45 (1), 1990, p. 31-48.
249. MORIN F., DUPUY C., *Le cœur financier européen* », Paris, Economica, 1993.
250. MORIN F., « Privatisation et dévolution des pouvoirs, le modèle français du gouvernement d'entreprise », in Bouin et C. Morrisson, *Les privatisations, Un état des lieux*, *Revue Economique*, 47(6), novembre 1996, p. 1253-1268.
251. MORVAN Y., « Diversification », in *Encyclopédie de gestion, Tome 1*, sous la direction de Yves Simon et Patrick Joffre, Economica, Paris, 1997, p. 983-992.
252. MOURGUES N., « La rentabilité économique des entreprises dépend-elle de la structure de répartition du capital ? Un essai de vérification des coûts d'agence », *Cahier de recherche*, Institut Orléanais de Finance, Octobre 1987.
253. MOYER R.C., CHATFIELD R., « Market power and systematic risk », *Journal of Economics and Business*, 35, 1983, p. 123-130.

254. MUELLER D.C., *The corporation: growth, diversification and mergers*, Fundamentals of pure and applied economics, vol. 16, Harwood academic publishers, 1987.
255. MURPHY K.J., « Corporate performance and managerial remuneration », *Journal of Accounting and Economics*, 7, 1985, p. 11-42.
256. NAVATTE P., *Analyse économique et financière des opérations de fusion-absorption menées par les entreprises françaises, 1962-1974*, Thèse pour le doctorat d'Etat ès Sciences de Gestion, Université Rennes, 1978.
257. OCDE, « Marchés de capitaux et gouvernement d'entreprise », *Tendances des marchés de capitaux*, 62, novembre 1995, p. 15-39.
258. ORLEAN A. (sous la direction de\_\_\_), *Analyse économique des conventions*, Presses Universitaires de France- Economie, 1994.
259. PALEPU K., « Diversification strategy, profit performance and the entropy measure », *Strategic Management Journal*, 6, 1985, p. 239-255.
260. PATUREL R., « 1980 : Une année importante pour le redéploiement des entreprises françaises », *Revue d'Economie Industrielle*, 16, 2<sup>ème</sup> trimestre 1981.
261. PATUREL R., « Restructuration des entreprises françaises en 1981 : l'attente... », *Revue d'Economie Industrielle*, 21, 2<sup>ème</sup> trimestre 1982.
262. PATUREL R., « Restructuration en 1982 : l'influence des pouvoirs publics », *Revue d'Economie Industrielle*, 24, 2<sup>ème</sup> trimestre 1983.
263. PATUREL R., « Les grandes tendances de la restructuration des entreprises françaises en 1990 », *Revue d'Economie Industrielle*, 58, 1991, p. 121-132.
264. PATUREL R., « Restructurations des entreprises françaises en 1994 : quelques nouvelles orientations », *Revue d'Economie Industrielle*, 78, 1996, p. 97-115.
265. Paulré B., *La causalité en économie : signification et portée de la modélisation structurelle*, Presses Universitaires de Lyon, 1985.
266. PAQUEROT M., *Stratégies d'enracinement et prise de contrôle d'entreprises*, Thèse de doctorat en Sciences de Gestion, Université de Bourgogne, 1996.
267. PASTRE O., « Le gouvernement d'entreprise, Questions de méthode et enjeux théoriques », *Dossier Le gouvernement d'entreprise*, *Revue d'Economie Financière*, hiver 1994, p. 15-32.
268. PAVAN R.J., *The strategy and structure of italian enterprise*, Ph. D., Harvard Business School, juin 1972.
269. PENROSE E.T., *The theory of the growth of the firm*, Oxford, Basic Blackwell, 1959.
270. PERDREAU F., « Désengagement et recentrage en France : 1986-1992 », *Finance Contrôle Stratégie*, 1 (2), 1998, p. 137-165.
271. PETERAF M.A., « The cornerstones of competitive advantage : a resource-based view », *Strategic Management Journal*, 14, 1993, p. 179-191.
272. PETERS T., WATERMAN R., *Le prix de l'excellence*, Interéditions, 1983.
273. Pfeffer J., « Size and composition of corporate board of directors : the organization and

- its environment », *Administrative Science quarterly*, 17, 1972, p. 218-228.
274. PIGE B., *Motivations des dirigeants d'entreprises : les moyens de la performance*, Thèse de doctorat en Sciences de Gestion, Université de Bourgogne, 1993.
275. PIGE B., « La probabilité de rotation des PDG : une mesure du pouvoir de révocation du conseil d'administration », *Revue d'Economie Politique*, 5, 1996.
276. PIGE B., « Enracinement des dirigeants et richesse des actionnaires », *Revue Finance Contrôle Stratégie*, 1 (3), 1998, p. 131-158.
277. PITTS R.A., « Strategies and structures for diversification », *Academy of Management Journal*, 20, 1977, p. 197-208.
278. PITTS R.A., « The relative contribution of internal developments and acquisitions to the diversification of large industrial firms », *Academy of Management Proceedings*, 1978, p. 127-131.
279. PORTER M., *Interbrand choice, strategy and bilateral market power*, Harvard University Press, Cambridge, MA, 1976.
280. PORTER M., *L'avantage concurrentiel*, Paris, Interéditions, 1986.
281. PORTER M., « From competitive advantage to corporate strategy », *Harvard Business Review*, May-June 1987.
282. PRABHALA N.R., « Conditionnal methods in event studies and an equilibrium justification for standard event-study procedures », *The Review of Financial Studies*, 10 (1), 1997.
283. PRAHALAD C.K., HAMEL G., « The core competence of corporation », *Harvard Business Review*, mai\_juin 1990.
284. PRAHALAD C.K., « Corporate governance or corporate value added ? Rethinking the primacy of shareholder value », 1993, in : *Studies in international corporate Finance and governance systems*, Donald H. Chew Ed., Oxford University Press, 1997, p. 46-56.
285. PUPION P.C., « Indices de diversification », *Revue d'Economie Industrielle*, 76, 2<sup>ème</sup> trimestre 1996.
286. RAJAN R., SERVAES H., ZINGALES L., « The cost of diversity : the diversification discount and inefficient investment », Working Paper, University of Chicago, <http://gsblgz.uchicago.edu>, 1999, (A paraître dans le *Journal of Finance*).
287. RAMANUJAM V., VARADARAJAN P., « Research on corporate diversification : a synthesis », *Strategic management journal*, Vol. 10, p. 523-551, 1989.
288. RAVENSCRAFT D.J., SCHERER F.M., « Mergers and managerial performance », p. 194-210, in *Knights, raiders, and targets, the impact of hostile takeover*, édité par Coffee J.C., Lowenstein L. et Rose-Ackerman S., Oxford University Press, New York, 1988.
289. RECHNER P.L., DALTON D.R., « CEO duality and organizational performance : a longitudinal analysis », *Strategic Management Journal*, 12, 1991, p. 155-160.
290. ROLAND BERGER & PARTNERS (cabinet conseil), « Stratégies de création de valeur des grands groupes multi-activités européens », Synthèse des résultats, 7 avril 1998.
291. ROLL R., « The hubris hypothesis of corporate takeovers », *Journal of Business*, 59,

- 1986, p. 197-216.
292. ROSE N.L., SHEPARD A., « Firm diversification and CEO compensation : managerial ability or executive entrenchment », *RAND Journal of Economics*, 28 (3), 1997, p. 489-514.
293. RUFFIEUX B., *La différenciation intra-sectorielle des performances des entreprises, théorie et évolution en France depuis 1975*, Institut de Recherche Economique sur la Production et le Développement, Série Thèses, Grenoble, 1991.
294. RUMELT R.P., *Strategy, structure and economic performance*, Harvard University Press, Cambridge, Mass., 1974.
295. RUMELT R.P., « Diversification strategy and profitability », *Strategic Management Journal*, 3, 1982, p. 359-369.
296. SAADA T., « La politique de publication des informations segmentées des entreprises françaises », *Revue Française de Gestion*, novembre-décembre 1998, p. 95-107.
297. SALTER M.S, WEINHOLD W.S., « Diversification via acquisitions : creating value », *Harvard Business Review*, 56(4), 1978, p. 166-176.
298. SALTER M.S, WEINHOLD W.S., *Diversification through acquisition*, Free Press, New York, 1979.
299. SALTER M.S, WEINHOLD W.S., « Choosing compatible acquisitions », *Harvard Business Review*, 59(1), 1981, p. 117-127.
300. SCHUMPETER J.A., *Capitalism, socialism, and democracy*, Harper and Brothers, New York, 1942.
301. SCOTT B.R., « The industrial state : old myths and new realities », *Harvard Business Review*, mars-avril 1973, p. 133-148.
302. SENTIS P., « Influence du désinvestissement des entreprises sur la richesse des actionnaires : approche stratégique et financière », *Economie et Société, Sciences de Gestion, série S.G.*, 2, 1998, p. 59-90.
303. SERVAES H., « Value of diversification during the conglomerate Merger Wave », *Journal of Finance*, 51, 1996, p. 1201-1225.
304. SERVAN-SCHREIBER J-J., *Le défi américain*, Denoël, 1967.
305. SERVARI S., « Les études d'événements : aspects méthodologiques », Université de Paris 1, Cahier n°92-04, 1992.
306. SETH A., « Value creation in acquisitions : a re-examination of performance issues », *Strategic Management Journal*, 11, 1990, p. 99-115.
307. SHARPE W.F., « Capital Asset Prices : a theory of market equilibrium under conditions of risk », *Journal of Finance*, September 1964, p. 425-442.
308. SHIN H.H., STULZ R.M., « Are internal capital market efficient ? », *The Quarterly Journal of Economics*, May 1998, p. 531-552.
309. SHLEIFER A., VISHNY R.W., « Large Shareholders and corporate control », *Journal of Political Economy*, 94, 1986, p. 461-488.

310. SHLEIFER A., VISHNY R.W., « Value maximisation and the acquisition process », *Journal of Economic Perspectives*, 2 (1), 1988, p. 7-20.
311. SHLEIFER A., VISHNY R.W., « Management entrenchment, the case of manager-specific investments », *Journal of Financial Economics*, 25, 1989, p. 123-139.
312. SHLEIFER A., VISHNY R.W., « Takeovers in the '60s and the '80s : evidence and implications », *Strategic Management Journal*, 12, 1991, p. 51-59.
313. SHLEIFER A., VISHNY R.W., « The takeover wave of the 1980's », *in : Studies in international corporate Finance and governance systems*, Donald H. Chew Ed., Oxford University Press, 1997, p. 98-105.
314. SHORT H., KEASEY K., « Managerial ownership and the performance of firms : evidence from the UK », *Journal of Corporate Finance*, 5, 1999, p. 79-101.
315. SHUETRIM G., « Understanding corporate equity », Work in progress, London School of Economics and Political Science, (<http://cep.les.ac.uk/fmg/people/shuetrim/>), 1996a.
316. SHUETRIM G., « Managerial compensation and corporate investment », Work in progress, London School of Economics and political Science, (<http://cep.les.ac.uk/fmg/people/shuetrim/>), 1996b.
317. SHUETRIM G., « Systematic risk characteristics of corporate equity », Research Discussion Paper 9802, Reserve Bank of Australia (Economic research Department), February 1998, 40 pages.
318. SIMON H.A., *Models of man, social and rational*, New-york, Wiley, 1957.
319. SIMON H.A., *Administrativ Behavior*, New York, 1961.
320. SIMON H.A., « From substantive to procedural rationality », *in Methods and appraisals in economics*, Latsis Editor, Cambridge University Press, 1976.
321. SIMMONDS P.G., « The combined diversification breadth and mode dimensions and the performance of large diversified firms », *Strategic Management Journal*, 11, 1990, p. 399-410.
322. SINGH H., MONTGOMERY C., « Corporate acquisition strategies and economic performance », *Strategic Management Journal*, 8, 1987, p. 377-386.
323. SOULAGE B., *Stratégies industrielles et sociales des groupes français, essai d'analyse comparative*, thèse de doctorat d'Etat, Grenoble, 1980.
324. STOFFAES C., *Politique industrielle*, Les cours de droit, Paris, 1984.
325. STEIN J.C., « Internal capital markets and the competition for corporate resources », *The Journal of Finance*, 52 (1), March 1997, p. 111-133.
326. STEINER T.L., « A reexamination of the relationships between ownership structure, firm diversification, and Tobin's q », *Quarterly Journal of Business Economics*, 35 (4), 1996, p. 39-48.
327. STIMPERT J.L., DUHAIME I. M., « Seeing the big picture : the influence of industry, diversification, and business strategy on performance », *Academy of Management Journal*, 40 (3), 1997, p. 560-583.

328. SUBRAHAMANYAM M.C., THOMADAKIS S.B., « Systematic risk and the theory of the firm », *Quarterly Journal of Economics*, 94, 1980, p. 437-451.
329. TARON P., VINCENT F., « La croissance externe : analyse micro-économique », *Revue d'Economie Industrielle*, 9, 3<sup>ème</sup> trimestre 1979, p. 101-116.
330. TEECE D.T., « Economies of scope and the scope of the enterprise », *Journal of Economic Behavior and Organization*, 1, 1980, p. 223-247.
331. TEECE D.T., « Towards an economic theory of the multiproduct firm », *Journal of Economic Behavior and Organization*, 3, 1982, p. 39-63.
332. THOLLON-POMMEROL V., « Les groupes et la déformation du système productif », *Economie et Statistique*, 229, 1990, p. 18-28.
333. TINARD Y., PONSON B., GOUGEON P., SCHOEL J.M., « Analyse stratégique et redéploiement des groupes », *Revue Française de gestion*, n°33, Décembre 1981, p. 14-22.
334. THOMPSON J.D., « *Organizations in action*, McGraw-Hill, New York, 1967.
335. UZAN O., « Ressources de l'entreprise et avantage concurrentiel », *Les stratégies d'entreprise*, Cahiers Français, 275, mars-avril 1996, p. 74-86.
336. VARADARAJAN P.R., « Product diversity and firm performance : an empirical investigation », *Journal of Marketing*, 50(3), 1986, p. 43-57.
337. VARADARAJAN P.R., RAMANUJAM V., « Diversification and performance : a reexamination using a two-dimensional conceptualization of diversity in firms », *Academy of Management Journal*, 30(2), 1987, p. 380-393.
338. WAHAL S., « Pension fund activism and firm performance », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31 (1), 1996, p. 1-23.
339. WANSLEY J.W., LANE W.R., YANG H.C., « Abnormal returns to acquired firms by type of acquisition and method of payment », *Financial Management*, 12(3), Fall 1983, p. 16-22.
340. WARD J.L., « The opportunity to measure strategic variables : an attempt to quantify product-market diversity », *Journal of Economics and Business*, 28(3), 1976, p. 219-226.
341. WARNER J.B., WATTS R.L., WRUCK K.H., « Stock prices and top management changes », *Journal of Financial Economics*, 20, 1988, p. 461-492.
342. WEISBACH M.S., « Outside directors and CEO turnover », *Journal of Financial Economics*, 20, 1988, p. 431-460.
343. WILLIAMSON O.E., « Managerial discretion and business behavior », *American Economic Review*, 1963, p. 1033-1057.
344. WILLIAMSON O.E., *Markets and hierarchies, analysis and antitrust implications*, The Free Press, 1975.
345. WILLIAMSON O.E., « The modern corporation : origins, evolution, attributes », *Journal of Economic Literature*, 19, December 1981, p. 1537-68.
346. WILLIAMSON O.E., *Markets and hierarchies, analysis and antitrust implications*, The Free Press, New York, 1975.

347. WILLIAMSON O.E., « Corporate Finance and corporate governance », *Journal of Finance*, 43 (3), July 1988, p. 567-591.
348. WILLIAMSON O.E., *Les institutions de l'économie*, InterEditions, Paris 1994, traduction de *The economic institution of capitalism*, The Free Press, 1985.
349. WISEMAN R.M., GOMEZ-MEJIA L.R., « A behavioral agency model of managerial risk taking », *Academy of Management Review*, 23 (1), 1998, p. 133-153.
350. WOOD A., « Diversification, merger, and research expenditures : a review of empirical studies », p. 428-453, in : *The corporate economy : growth, competition, and innovative potential*, R. Morris & A. Wood (Eds.), Boston, Harvard University Press, 1971.
351. WRIGLEY L., *Divisional autonomy and diversification*, Ph. D. Harvard Business School, 1970.
352. ZABOJNIK J., « Sales maximization and specific human capital », *RAND Journal of Economics*, 29 (4), 1998, p. 790-802.

## **Annexes :Etude du lien diversification performance**

3 tableaux sont successivement présentés qui reprennent, sans prétendre à l'exhaustivité, les principales caractéristiques des études menées sur le lien entre diversification et performance.

**Annexe 1** : Etudes étrangères centrées sur la période des années 60 ou 70.

**Annexe 2** : Etudes étrangères centrées sur la période plus récente (années 80 et 90).

Au sein de chacun de ces tableaux, nous distinguons d'abord les études ayant recours à une mesure comptable de la performance, celles-ci ayant aussi souvent recours à une mesure catégorielle de la diversification, puis les études adoptant une mesure plus boursière de la performance. Les études couvrant l'ensemble de la période étudiée sont d'abord mentionnées, suivent les autres classées par ordre croissant suivant la première année sur laquelle porte l'étude afin de faire apparaître une éventuelle périodisation du lien entre diversification et performance.

**Annexe 3** : Etudes françaises du lien entre diversification et performance. Les études étant peu nombreuses, elles sont simplement mentionnées dans l'ordre chronologique de la période étudiée.

*Annexe 1 : Survey des Etudes étrangères sur le lien diversification/ performance, période 1960 à 1975*

REFERENCES	ECHANTILLON (Années étudiées) Mesures de performance. Mesures de diversification	Méthodologie	Principaux résultats au regard de la diversification
		<b>Mesures comptables de la performance</b>	
RUMELT R.P. (1982), « Diversification strategy and profitability », Strategic Management Journal, 3, p. 359-369.	100 firmes américaines (différentes par période) (1949, 1959, 1969) puis 50 (1974) Mesures comptables de la performance. Mesure catégorielle de la diversification.	Mesure, à partir de régression, de l'impact de l'appartenance à l'une des 7 catégories stratégiques sur la performance, en tenant compte de possibles effets d'appartenance sectorielle.	La diversification liée contrainte s'avère être la plus performante sur l'ensemble de la période tandis que la diversification non liée est la moins performante (résultats semblables à ceux de l'étude de 1974). La bonne performance de la première catégorie s'explique en partie par un effet d'appartenance sectoriel. L'effet n'est pas distingué par décennie.
HILL C.W.L. (1983), « Conglomerate performance over the Economic cycle », Journal of Industrial Economics, 32 (2), p. 197-211.	60 Firmes anglaises (20 conglomérats, 20 concentriques, 20 liées et à activité unique) <b>(1970-1976)</b> Mesure essentiellement comptables (les mesures boursières ne sont pas ajustées pour le risque). Mesure Catégorielle de la diversification.	<b>Comparaison</b> suivant différentes variables (variabilité des mesures comptables, niveau de performance) <b>de moyennes</b> par échantillons. L'étude est menée sur un « cycle économique » (croissance puis déclin)	Les conglomérats (diversification non liée) sont moins performants sur la période que les firmes concentriques (diversification liée). Par ailleurs leur résultats semblent plus sensibles à la phase du cycle économique (croissance ou déclin).

<p>KEATS B.W. (1990), « Diversification and business economic performance revisited : issue of measurement and causality », <i>Journal of Management</i>, 16 (1), p. 61-72.</p>	<p>110 firmes américaines (issues de l'échantillon de Rumelt (1978)). (années 70) Mesures de performance comptables et une mesure boursière. Mesure catégorielle de la diversification (activité dominante, activités liées, activités non liées).</p>	<p>Modèle « de causalité » (modèle d'équations structurelles), liant la catégorie stratégique à : l'ensemble des mesures comptables <b>et</b> la mesure boursière de performance.</p>	<p>Il existe un lien (de causalité) positif entre la la catégorie stratégique et la performance boursière pour la diversification liée et non liée. Ce lien ne tient plus que pour la diversification liée si on se réfère aux mesures comptables de la performance. Enfin la catégorie « activité dominante » ne semble pas liée à la performance quelle qu'en soit la mesure. Ce dernier résultat peut être imputé à la stratégie d'intégration verticale dont l'effectif se maintient malgré de faibles performances.</p>
<p>GRANT R.M., JAMMINE A.P., THOMAS H. (1988), « Diversity, diversification, and profitability among British manufacturing companies, 1972-1984 », <i>Academy of Management Journal</i>, 31 (4), p. 771-801.</p>	<p>230 à 262 firmes anglaises (1972-1984) Mesures comptables de la performance. Différentes mesures de la diversification : catégorielle (Rumelt, 1974), continues (Herfindahl) en fonction de la répartition sectorielle et géographique du chiffre d'affaires</p>	<p>Analyse à partir de régressions de l'influence du niveau de diversification (en 1974) sur la performance des firmes (en 1974 et 1982). Même analyse mais à partir des variations dans la diversification (moyenne (1972-1974)-moyenne (1982-1984)) et de variations dans les variables de performance.</p>	<p>Pas de lien entre diversification et performance avec la mesure catégorielle de la diversification. Lien positif entre diversification et performance jusqu'à un certain niveau de diversification, négatif au-delà avec les mesures continues. La causalité entre diversification et performance n'est pas claire, il semble que ce soit plutôt la profitabilité qui induit la performance, mais des résultats indiquent aussi une causalité inverse. (Rem : les auteurs n'ont pas recours à un système d'équations simultanées, cf. seconde partie de la Thèse).</p>
<p>PALEPU K. (1985), « Diversification strategy, profit performance and the entropy measure », <i>Strategic Management Journal</i>, 6, p. 239-255.</p>	<p>30 firmes américaines de l'industrie alimentaire. (1973-1979) Mesures comptables de la performance Mesure entropique de la diversification calculée sur le chiffre d'affaires, distinction entre les composantes « liées » et « non liées »</p>	<p>Test de comparaison de moyenne et de médianes par groupe. Les groupes sont constitués suivant le niveau de l'indice (entropique) de diversification de chaque entreprise.</p>	<p>Les firmes peu diversifiées affichent une profitabilité supérieure en 1973, mais celle-ci se réduit en 1979. Par ailleurs, les firmes favorisant la diversification liée sont plus performantes que celles favorisant une diversification non liée.</p>

SIMMONDS P.G. (1990), « The combined diversification breadth and mode dimensions and the performance of large diversified firms », Strategic Management Journal, 11, p. 399-410.	73 firmes américaines (1975-1984) Mesures comptables de la performance. Mesures catégorielles de la diversification (Rumelt 1974 simplifié).	Comparaisons de moyennes entre échantillons de firmes suivant leur type de diversification et suivant leur mode de croissance (interne vs. externe).	Les catégories de diversifications reliées (reliée/interne, reliée/externe) sont en générale plus performantes que les catégories de diversifications non liées (non liées / interne, non liées/ externe), mais les différences sont peu significatives. La pire des catégories et la diversification non liée par croissance externe.
AMIT R., LIVNAT J. (1988), « Diversification Strategies, business cycles and economic performance », Strategic Management Journal, 9, p. 99-110.	250 à 400 firmes américaines. (1980) Mesures comptables de la performance. Mesure continues de la diversification à partir des composantes (liée et non liée de l'indice d'entropie), et à partir d'un indice propre faisant intervenir la sensibilité de l'activité aux cycles du marché.	Comparaison de moyenne par échantillon. Ces derniers sont constitués suivant le niveau des indices de diversification. Correlations de Pearson.	Les firmes favorisant une importante diversification, surtout si celle-ci est non liée, obtiennent de moins bonnes performances, mais la variabilité de leur performance et de leurs cash-flows est aussi plus faible. Aucun type de stratégie (ou niveau de diversification) n'est donc jugé supérieur à un autre : tout dépend des objectifs visée par l'entreprise.
HILL C.W.L. SNELL S.A. (1988), « External control, corporate strategy, and firm performance in research intensive industries », Strategic Management Journal, 9, p. 577-590.	94 entreprises américaines de secteurs où la recherche est intensive. (1980) Mesure comptable de la performance. Mesure catégorielle (4 catégories) de la diversification	Regressions de variables stratégiques représentant chaque catégorie sur la performance (Return on assets)	Toutes les formes de diversifications (liée contrainte, liée, non liée) ont un impact négatif sur la performance.
BUSIJA E.C., O'NEILL H.M., ZEITHMAL C.P. (1997), « Diversification strategy, enty mode, and performance : evidence of choice and constraints », Strategic Management Journal, 18 (4), p. 321-327.	2 Echantillons de firmes diversifiées: 47 firmes (1978-1984) puis 95 firmes (1983-1987) Mesures comptables de performance. Mesures catégorielles de diversification (3 catégories issues de Rumelt).	Introduit en plus de l'étude de Simmonds (1990) le mode mixte de croissance. <b>Comparaison de moyennes</b> par échantillons.	Pas de différence systématique de performance entre les types de stratégies si sont pris en compte leur mode de croissance. La croissance externe réussit mieux au firmes diversifiées non liées, la croissance interne aux firmes diversifiées contraintes, la croissance mixte aux firmes à diversification liée.

<b>Mesures boursières de la performance</b>			
LUBATKIN M, ROGERS R.C. (1989), « Diversification, systematic risk, and shareholders return : a capital market extension of Rumelt's 1974 study », Academy of Management Journal, 32 (2), p. 454-465.	144 entreprises en tout issues de l'Echantillon original de Rumelt (113 présentes à chaque période) <b>(1940 ; 1950 ; 1960)</b> Mesures boursières de la performance (alpha de Jensen). Mesure catégorielle de la diversification.	Distinction de l'effet de l'appartenance catégorielle sur la « rentabilité » (alpha de Jensen) et sur le risque (beta) pris simultanément. (analyse de variance <b>MANOVA</b> ).	Les firmes à diversification contrainte et activité dominante (donc peu diversifiées) sont les plus performantes au regard de la rentabilité <b>et</b> du risque, quelle que soit la décennie. La performance des diversifications diminue avec l'étendue de la diversification, surtout au regard du risque (qui augmente). La diversification non liée, très peu performante au cours des années 40 et 50 l'est un peu plus au cours des années 60, même si son risque moyen reste élevé.
ELGERS P.T., CLARK J.J. (1980), « Merger types and shareholder returns : additional evidence », Financial Management, 9(2), p. 66-72.	337 acquéreurs américains et 66 vendeurs. (1957-1975) Rentabilités anormales pour les acquéreurs puis pour les vendeurs. Type de l'acquisition définit suivant la classification de la FTC (Federal Trade Commission).	Comparaison des moyennes des rentabilités anormales par type d'acquisitions et de cessions.	Les acquisitions « conglomerales » offrent, tant pour les acquéreurs que les vendeurs, de meilleures performances que les acquisitions purement horizontales ou verticales. Les acquisitions véritablement conglomerales (c'est-à-dire sans liens apparents entre l'acquise et l'acquéreur) sont aussi performantes du point de vue l'acquéreur que les autres types d'acquisitions « conglomerales » de la FTC (i.e. extension de produit et extension de marché).
SERVAES H. (1996), « Value of diversification during the conglomerate Merger Wave », Journal of Finance, 51, p. 1201-1225.	266 à 518 firmes américaines suivant les années. <b>(1961, 1964, 1967, 1970, 1973, 1976)</b> Q de Tobin (ajusté), Approche « Chop-shop » (à la Berger et Ofek (1995) ; LeBaron et Speidell (1987)) Mesure de la diversification à partir du nombre de secteurs niveau SIC2.	Observation de l'évolution de la diversification des entreprises. Calcul d'une décote imputable à la diversification, puis diverses <b>régressions</b> mettant en rapport la diversification et cette décote.	Dès lors que l'entreprise intervient dans plus d'un secteur SIC2, elle subit une décote. L'ajout d'un secteur supplémentaire augmente la décote dans une moindre mesure. La décote n'est pas stable au cours du temps : importante dans les années 60, elle tend à se réduire à partir de 1970 est quasiment nulle en 1973 puis repart légèrement à la hausse (1973). C'est la diversification qui semble faire naître la décote et non l'inverse.

<p>HUBBARD R.G., PALIA D. (1998), « A Re-examination of the conglomerate merger wave in the 1960s : an internal market view », Working Paper, Graduate School of Business, University of Columbia.</p>	<p>392 F&amp;A d'entreprises américaines. (1961-1970) Rentabilités anormales à l'annonce de l'opération. Nature de l'opération (acquisition liée ou non) défini par rapport au partage de code SIC2 entre l'acquéreur et la cible.</p>	<p>Rapprochement des rentabilités anormales de différentes variables par la technique des régressions.</p>	<p>Les acquisitions qualifiées de liées enregistrent des rentabilités anormales significativement supérieures aux acquisitions non liées.</p>
<p>SETH A.(1990), « Value creation in acquisitions : a re-examination of performance issue », Strategic Management Journal, 11, p. 99-115.</p>	<p>104 acquisitions (OPA) par des firmes américaines. (1962-1979) Rentabilités anormales des deux entités jointes. Classification de l'acquisition en référence de l'appartenance sectorielle (cf. Porter 1976) et en référence à la classification de la FTC (Federal Trade Commission).</p>	<p>Comparaison des rentabilités anormales par type (liée ou non) suivant le système de classification retenu.</p>	<p>Les acquisitions liées et non liées se révèlent toutes deux, quel que soit le système de classification retenu, créatrices de richesse pour les actionnaires si l'on considère simultanément l'acquéreur et l'acquise.</p>
<p>KLEIN P.G. (1997), « Were the conglomerates inefficient ? A reconsideration », Working Paper, University of Georgia, Dept. of Economics.</p>	<p>25 conglomérats américains (1966-1972) Approche « Chop-shop » de la performance (fondée sur des données boursières et comptables (à la Lebaron et Speidell (1987)). Pas de mesure de la diversification :étude de firmes initialement diversifiées favorisant une diversification plus poussée au cours de la période.</p>	<p>Calcul, à partir d'un portefeuille de firmes non diversifiées cotées, d'une « décote » due à la diversification sur plusieurs variables (approche « Chop-shop »). Puis rapprochement de cette « décote » de variables explicatives par des régressions classiques.</p>	<p>Sur l'ensemble de la période, les conglomérats (diversification non liée) sont moins valorisés et moins performants que leur équivalent en terme de portefeuille de firmes mono-activité. Néanmoins on peut distinguer deux sous-périodes : entre 1966 et 1968 les différences ne sont pas significatives, elles ne le deviennent qu'à partir de 1969.</p>

<p>MATSUSAKA J.G. (1993), « Takeover motives during the conglomerate merger wave », RAND Journal of Economics, 24 (3), p. 357-379.</p>	<p>855 F&amp;A américaines (1968, 1971, 1974) Rentabilités anormales pour l'acquéreur. Acquisition dite liée si acquéreur et acquise partagent un code SIC2, non liée sinon.</p>	<p>Comparaison de moyenne des rentabilités anormales par type d'acquisitions (liées vs non liées). Regressions des rentabilités anormales sur diverses variables.</p>	<p>Les diversifications non liées se révèlent plus créatrices de richesse chez l'acquéreur que les acquisitions liées. Les prises de contrôle sont d'autant mieux accueillies que le management de l'acquise est conservé. Les actionnaires ne sont pas sensibles aux « manipulations » éventuelles du EPS (Earning per Share).</p>
<p>CHATTERJEE S. (1986), « Types of synergies and economic value : the impact of acquisitions on merging and rival firms », Strategic Management Journal, 7, p. 119-139.</p>	<p>27 firmes américaines acquéreurs et 30 acquises. <b>(1969-1972)</b> Rentabilités anormales à l'annonce d'une fusion. Catégorisation des fusions en « purement conglomerates » ou « de diversifications liées », les autres opérations (horizontales) sont exclues.</p>	<p><b>Comparaison de moyennes</b> de rentabilité par type d'acquisition.</p>	<p>Pas de différence de rentabilité entre les fusions correspondant à une acquisition conglomerate et celle correspondant à une diversification liée : les gains sont en moyenne positifs mais non significatifs pour ces deux types d'acquisition.</p>
<p>LUBATKIN M., CHATTERJEE S. (1991), « The strategy-shareholder value relationship : testing temporal stability across market cycles », Strategic Management Journal, 12, p. 251-270.</p>	<p>182 à 193 firmes américaines. (1969-1980) Mesure boursière de la performance à partir de « l'alpha » de Jensen (1969) (constante du modèle de marché). Mesure catégorielle de la diversification en 5 catégories.</p>	<p>Distinction de 3 cycles boursiers dans la période complète. Analyse de covariance (MANCOVA) permettant de distinguer l'effet de la stratégie, de la phase du cycle et l'effet joint des deux. Enfin regressions logistiques pour mesurer l'effet de chaque type de stratégie sur le risque et la rentabilité suivant les cycles.</p>	<p>Les stratégies de diversification liées se révèlent plus performantes que les stratégies de diversification non liées en phase baissière des cycles. Les firmes privilégiant une stratégie de diversification liée ont un risque systématique (beta) inférieur à celles étant diversifiées sans lien. Ce paramètre est sensible aux phases du cycle économique.</p>

<p>SINGH H, MONTGOMERY C.A. (1987), « Corporate acquisition strategies and economic performance », Strategic Management Journal, 8, p. 377-386.</p>	<p>105 acquisitions par des firmes américaines. (1975-1980). Rentabilités anormales chez l'acquéreur, l'acquise et par paire. Diversification catégorielle (typologie de Salter et Weinhold (1979)).</p>	<p>Comparaison des rentabilités anormales (acquéreur, acquise et paire) suivant le type (lié ou non) de l'acquisition.</p>	<p>Le caractère lié ou non de l'opération n'influence pas les gains pour l'acquéreur (qui sont nuls) où pour l'acquise (positifs) si on les considère séparément. Par contre si on considère les gains par paire « acquéreur + acquise », les opérations de diversification liée se révèlent supérieurs à ceux des opérations de diversification non liée.</p>
---	--	--	--

*Annexe 2 : Etudes étrangères du lien diversification /performance, période récente*

<b>REFERENCES</b>	<b>ECHANTILLON (Années étudiées) Mesures de performance. Mesures de diversification</b>	<b>Méthodologie</b>	<b>Principaux résultats au regard de la diversification</b>
<b>Mesures comptables de la performance</b>			
MARKIDES C.C., WILLIAMSON P.J. (1994), « Related diversification, core competencies and corporate performance », Strategic Management Journal, 15, p. 149-165.	164 firmes américaines diversifiées. (1981) Mesure comptable de la performance (Return on Sales). Mesure catégorielle de la diversification : 2 catégories (liées ou dominantes vs . non liées).	Regression de la performance sur des variables incluant la variable dummy (liée vs. non liée).	Le firmes peu diversifiées ou dont les activités sont liées affichent des performances supérieures au firmes diversifiées non liées. Approche stratégique du lien entre les activités.
STIMPERT J.L., DUHAIME I. M. (1997), « Seeing the big picture : the influence of industry, diversification, and business strategy on performance », Academy of Management Journal, 40 (3), p. 560-583.	160 entreprises américaines <b>(1984-1987)</b> Mesures comptables de la performance. Mesure entropique de la diversification.	Examen (modèle d'équations structurelles) des interactions entre caractéristiques industrielles, diversification, et stratégie des divisions.	Les firmes diversifiées (mesure entropique) souffrent d'une faible performance parce qu'elles achoppent dans la réalisation d'investissements stratégiques dans le développement et la mise en œuvre de nouveaux produits et procédés technologiques qui augmentent l'effcience des divisions.
<b>Mesures boursières de la performance</b>			

<p>BHAGAT S., HIRSHLEIFER D., NOAH R. (1999), « The effect of takeovers on shareholder value », Working paper (version june 18, 1999), cf site internet de Sanjai Bhagat.</p>	<p>794 tentatives d'offres publiques américaines. (1962-1997). Mesures boursières de la performance issues de la méthodologie des études d'événements (rentabilités anormales « raffinées »). Mesure du caractère lié ou non de l'opération en référence à la nomenclature SIC (niveau 3 et 4 chiffres).</p>	<p>Calcul de rentabilités anormales à l'annonce de l'offre publique chez l'acquéreur, la cible et les concurrents de l'acquéreur. Correction de cette mesure des éventuels biais. Comparaison de moyennes et de médianes suivant le caractère lié ou non.</p>	<p>Bien qu'il ne distingue pas de sous périodes concernant la logique économique des acquisitions, la plupart d'entre elles se situent après 1984. Les opérations dites non liées se révèlent moins performantes que celles ayant lieu au sein du même secteur, surtout au niveau 3 chiffres. Néanmoins si l'on considère uniquement les opérations pour lesquelles il y avait plusieurs offreurs, la distinction liée/ non liée ne permet plus de faire apparaître de différences significatives.</p>
<p>LANG L.H.P., STULZ R.M. (1994), « Tobin's q, corporate diversification, and firm performance », Journal of Political Economy, 102 (6), p. 1248-1280.</p>	<p>1158 à 1468 firmes américaines suivant les années. (1978-1990) Mesure de la performance à partir du q de Tobin puis approche « chop-shop » (à la LeBaron et Speidell (1987)). 3 mesures alternatives de la diversification : le nombre de segments (SIC2), l'indice d'Herfindahl calculé sur les actifs et sur les ventes.</p>	<p>Rapprochement dans un premier temps du q des firmes de leur niveau de diversification à partir de régressions. Rapprochement ensuite de la décote imputable à la diversification du niveau de diversification.</p>	<p>Il existe une décote imputable à la diversification dès lors que les firmes opèrent dans deux secteurs. L'ajout d'un secteur supplémentaire entraîne une décote plus faible. Cette décote est faible (voire négative= prime à la diversification) à la fin des années 70, elle devient importante à partir du début des années 80 et se stabilise. Il est possible que les firmes se diversifient parce qu'elles ont épuisées leurs opportunités d'investissement dans leur secteur d'origine.</p>
<p>MORCK R., SHLEIFER A., VISHNY R.W. (1990), « Do managerial objectives drive bad acquisitions », Journal of Finance, 45 (1), p. 31-48.</p>	<p>326 acquisitions par des entreprises américaines. (1975-1987) Mesure de la performance pour l'acquéreur à partir des rentabilités anormales et du rapport de la variation de valeur de marché de l'acquéreur au prix d'acquisition de la cible. L'acquisition est dite liée si l'acquéreur partage une ligne d'activité (niveau SIC4) avec la cible, non liée sinon.</p>	<p>Tests de différences de moyenne entre les gains des acquéreurs suivant différentes caractéristiques (liée /non liée...) Rapprochement des gains pour l'acquéreur de différentes variables par des régressions.</p>	<p>Globalement les acquisitions non liées sont moins créatrices de richesse pour les actionnaires de l'acquéreur. A noter que cela est surtout vrai à partir de 1980, pas de différences significatives avant.</p>

<p>COMMENT R., JARREL G.A. (1995), « Corporate Focus and stock returns », <i>Journal of Financial Economics</i>, 37, p. 67-87.</p>	<p>Environ 2000 firmes américaines par an. (1979-1989)  Mesure de la performance à partir de la rentabilité (boursière) des firmes ajustée des effets du marché et du secteur.  Mesure de la diversification en variation à partir de plusieurs indicateurs : nombre de secteurs (SIC4), indice d'Herfindahl sur les actifs et sur les ventes.</p>	<p>Des régressions sont utilisées pour rapprocher la rentabilité de l'année où a été observée la variation dans le niveau de diversification (ou l'année précédente) de cette variation. Des variables de contrôle neutralisant en particulier les effets du marché et de l'appartenance sectorielle sont incluses.</p>	<p>Une variation négative dans le niveau de diversification (un « recentrage ») est associée positivement aux performances boursières de l'entreprise.</p>
<p>DENIS D.J., DENIS D.K., SARIN A. (1997), « Agency problems, Equity ownership, and corporate diversification », <i>Journal of Finance</i>, 52 (1), p. 135-159.</p>	<p>933 firmes américaines. (1985-1989)  Mesure de la performance à partir d'une approche « chop-shop » à la Berger et Okeke (1995).  Mesures alternative de la diversification : nombre de secteurs reportés par le management, nombre de secteurs assignés à la firme par Compustat, indices d'Herfindahl fondés sur les actifs et sur le chiffre d'affaires.</p>	<p>Calcul d'une décote imputable à la diversification (approche « chop-shop »), puis rapprochement de cette décote du niveau de diversification et d'autres variables par des régressions.</p>	<p>La diversification a un impact négatif sur la performance.</p>
<p>BERGER P.G., OFEK E. (1995), « Diversification's effect on firm value », <i>Journal of Financial Economics</i>, 37, p. 39-65.</p>	<p>3659 firmes américaines. (1986-1991).  Mesure de performance : approche « Chop-shop » (calcul d'une décote imputée à la diversification) mi comptable, mi-boursière.  Mesure de la diversification à partir du nombre de secteurs (SIC2) et de mesure continue (Herfindahl).</p>	<p>Calcul de la valeur des firmes diversifiées comme si il s'agissait de rassemblement de firmes monoactivité (approche Chop-shop), puis regressions expliquant cette décote à partir du niveau de diversification et de variables de contrôle.</p>	<p>Une décote de 13% à 15% est imputable à la diversification sur la période. Cette décote intervient dans tous les secteurs, elle est moindre quand les activités de l'entreprise sont liées. Cette décote est imputable à un surinvestissement et à des subventionnements croisés entre divisions des firmes diversifiées.</p>

<p>CLAESSENS S., DJANKOV S., FAN J.P.H, LANG L.H.P. (1999), « Diversification and efficiency of investment by east asian corporations », Working paper, World Bank .</p>	<p>8450 firmes de 9 pays de l'Asie de l'Est (Hong Kong, Indonésie, Japon, Corée du sud, Malaisie, Philippines, Singapour, Taiwan, Thaïlande). (1991-1997) Mesure comptable de la performance et approche « chop-shop » intégrant des données boursières. Mesure de la diversification à partir de la classification sectorielle SIC2 et d'indices de liaisons verticales et horizontales fondée sur les liens entre ces secteurs au niveau macro-économique.</p>	<p>Approche « chop-shop » permettant de déterminer la « décote » attribuable à la diversification. Puis rapprochement de cette décote calculée de variables de diversité de liaison, à partir de régressions. Le niveau de performance comptable fait aussi l'objet de rapprochement du niveau et du type de diversification.</p>	<p>D'une manière générale il existe une décote imputable à la diversification dans quasiment tous les pays étudiés. Néanmoins, cette décote et l'impact négatif de la diversification n'est pas de même ampleur dans tous les pays. Le Japon ne semble pas souffrir d'une décote attribuable au nombre de secteurs ou au degré d'intégration verticale. Il semble que les pays les moins développés souffrent le plus de la diversité de leurs entreprises en terme de valorisation et de performance.</p>
<p>LINS K., SERVAES H. (1998), « International evidence on the value of corporate diversification », Working Paper of the Kenan-Flager Business School, University of North Carolina</p>	<p>174 à 227 firmes allemandes, 778 à 808 firmes japonaises, 341 à 391 firmes anglaises. (1992 ; 1994) Mesure de la performance à partir d'une approche « chop-shop » à la Berger et Ofek (1995). Mesure de la diversification à partir du nombre de secteurs (SIC2)</p>	<p>Calcul d'une décote imputable à la diversification. Puis intégration, en tant que variable expliquée, de cette décote dans des régressions intégrant la variable de diversification et des variables de contrôle.</p>	<p>La diversification a un impact négatif sur la valeur de l'entreprise en Angleterre et au Japon. Cet impact, bien que négatif, n'est pas significatif pour l'Allemagne.</p>
<p>STEINER T.L. (1996), « A reexamination of the relationships between ownership structure, firm diversification, and Tobin's q », Quarterly Journal of Business Economics, 35 (4), p. 39-48.</p>	<p>481 firmes américaines. (1992) Mesure de la performance à partir du q de Tobin. Mesure de la diversification à partir d'un indice continu (indice concentrique, prenant en compte l'appartenance au même secteur SIC2 ou non).</p>	<p>Régression du q de Tobin estimé sur la mesure de diversification (intégration de variables de contrôle et du pourcentage de capital détenu par le dirigeant).</p>	<p>La diversification a un impact négatif (linéaire avec leur mesure) sur la performance de l'entreprise. Cet impact reste stable si l'on introduit de nombreuses variables de contrôle.</p>

*Annexe 3 : Les études françaises du lien diversification /performance*

<b>REFERENCES</b>	<b>ECHANTILLON (Années étudiées) Mesures de performance. Mesures de diversification.</b>	<b>METHODOLOGIE</b>	<b>Principaux résultats au regard de la diversification</b>
LOUITRI A. (1984), « Stratégies de diversification et structures organisationnelles des groupes industriels. Profils, facteurs et performances (1970-1980) », Thèse de doctorat d'Etat es Sciences de Gestion, Institut Régional de Gestion, Université de Bordeaux 1.	86 groupes industriels français (1970 ; 1976 ; 1980) Mesures comptables et boursières de la performance Mesure surtout catégorielle de la stratégie. Utilisation ponctuelle du ratio de spécialisation (part de la plus grande activité discrète dans le CA total)	Nombreuses analyses : comparaison de moyennes par sous échantillon, analyse de variance, régressions.	Ne met pas en évidence de supériorité absolue d'un type de stratégie sur une autre sur la période 1976-1980. La stratégie de diversification liée n'est pas « surperformante » comme elle apparaît l'être aux Etats –Unis, a contrario la stratégie de diversification non liée n'est pas sous-performante : elle permet une réduction du risque de l'entreprise (boursier et d'exploitation) tout en assurant un niveau moyen de performance. Cette dernière souffre néanmoins d'un faible EPS.
CAMUS B., ROUSSET M. (1980), « Diversification des entreprises et performances économiques », Communication aux 6 <sup>ème</sup> journées des Centrales de Bilan ; ou cf. ROUSSET M. (juin 1980) « Diversité des activités et performances financières des entreprises françaises », INSEE, collection Archive et Document n°2	30 000 entreprises françaises, 27 secteurs distingués (1975 ;1976) Mesures comptables de la performance Mesure catégorielle (dichotomique) de la diversification : distinction firmes « pures » (réalisant plus de 90% de leur chiffre d'affaires dans leur secteur d'activité principal (NAF600)) et firmes « non pures ».	Comparaison de moyennes (tests non paramétriques) suivant la catégorie, globalement, puis secteur industriel par secteur.	Pour l'ensemble des secteurs, pas de différences suivant la diversification au niveau des ratios de rentabilité. Pour quelques secteurs (10/27) taux de rentabilité des capitaux engagés faibles pour les entreprises « diversifiées », mais plus faible dispersion des rentabilités parmi les firmes diversifiées.

<p>MAURER F. (1998), « Stratégies de diversification, performance de la firme et cycles boursiers », Thèse de Doctorat en Sciences de Gestion, Institut Régional de Gestion, Université Montesquieu-Bordeaux IV.</p>	<p>74 firmes françaises (cotées au Règlement mensuel) (1986-1990) Mesure boursière de la performance (indice de Sharpe essentiellement) Mesure catégorielle (6 catégories) de la diversification (issue de Rumelt, 1974).</p>	<p>Des cycles boursiers sont déterminés. Avec l'indice de Sharpe, la performance d'un type de stratégie varie suivant la phase (haussière ou baissière) du cycle. Les tests sont menés à partir d'une analyse de variance multifactorielle.</p>	<p>Dans un contexte de marché boursier baissier, la diversification non liée est plus performante. La stratégie la moins performante est alors la stratégie liée contrainte. Dans les marchés haussiers, la nature liée ou non n'a pas d'impact sur la performance, le type de stratégie le plus performant est alors la stratégie d'activité dominante. Enfin diversification liée et non liée sont toutes les deux plus performantes en cas de marché haussier.</p>
<p>GODARD L. (1996), « Conseil d'administration, stratégie et performance financière », Thèse de Doctorat en Sciences de Gestion, Université de Bourgogne.</p>	<p>211 à 241 firmes françaises cotées. (1992) Mesures essentiellement boursières de la performance (ratio de Marris, indice de Sharpe et Q de Tobin). Mesure catégorielle de la diversification (4 catégories)</p>	<p>Modèle d'équations structurelles liant contrôle du Conseil d'Administration (CA), stratégie de diversification et performance.</p>	<p>La diversification a un effet négatif sur la performance quelque soit la mesure utilisée. Cet effet est cependant le résultat de deux effets contradictoires : un effet direct négatif de la diversification sur la performance et un effet indirect positif via le meilleur contrôle qu'induit la diversification sur le CA.</p>

## Index des tableaux et figures

<i>Figure 1 : Exemples de mesures de diversification utilisées .....</i>	<i>29</i>
<i>Tableau 1 : Typologie des diversifications selon Rumelt (1974).....</i>	<i>32</i>
<i>Tableau 2 : Typologie des diversifications selon Rumelt (1982).....</i>	<i>34</i>
<i>Tableau 3 : Exemple de traitement de la diversité par les indices d'entropie et d'Herfindal .....</i>	<i>40</i>
<i>Figure 2 : Distance entre codes SIC.....</i>	<i>47</i>
<i>Figure 3 : Découpage du champ de diversification selon Varadarajan et Ramanujam (1987) .....</i>	<i>50</i>
<i>Tableau 4 : Stratégies de croissance des grandes entreprises de sept pays industrialisés en 1970.....</i>	<i>57</i>
<i>Tableau 5 : Opérations de croissance externe des entreprises françaises, décennies 1960 et 1970.....</i>	<i>60</i>
<i>Tableau 6 : Classification stratégique des firmes de l'échantillon de Louitri (1984) .....</i>	<i>64</i>
<i>Figure 4 : maximisation des rentes, spécificité des ressources et niveau de diversification</i>	<i>77</i>
<i>Tableau 7 : Spécificité des actifs, fréquence des contacts et modes de gouvernance.....</i>	<i>125</i>
<i>Figure 5 : Coûts de production, coûts de gouvernance et seuil d'intégration.....</i>	<i>126</i>
<i>Figure 6 : Croissance externe et stratégies dans les années 70.....</i>	<i>146</i>
<i>Tableau 8 : Etudes qualitatives des désinvestissements.....</i>	<i>148</i>
<i>Tableau 9 : Evolution des opérations de fusions et acquisitions en France de 1980 à 1992. ....</i>	<i>154</i>
<i>Tableau 10 : Opérations de rapprochement boursières.....</i>	<i>156</i>
<i>Tableau 11 : Performances économiques et financières au début des années 80.....</i>	<i>158</i>
<i>Tableau 12 : Endettement et charges financières au début des années 80.....</i>	<i>159</i>
<i>Tableau 13 : Opérations de F&amp;A par les entreprises françaises, années 80 .....</i>	<i>161</i>
<i>Tableau 14 : Cinq premières motivations des opérations de prise de contrôle.....</i>	<i>163</i>
<i>Tableau 15 : Evolution de la diversité de 195 groupes 1974-1986.....</i>	<i>165</i>
<i>Figure 8 : Compétences fondamentales et activités selon Hamel et Prahalad (1990) .....</i>	<i>171</i>
<i>Figure 9 : Répartition des Sociétés du CAC 40 en fonction de la part que représentent les anglo-saxons, parmi les trois premiers investisseurs institutionnels .....</i>	<i>190</i>
<i>Tableau 16 : Evolution de la diversité de 46 groupes français 1986-1992 : synthèse .....</i>	<i>263</i>
<i>Tableau 17 : Evolution de la diversité de 46 groupes industriels français : détail.....</i>	<i>265</i>
<i>Tableau 18 : variations du nombre équivalent de branches.....</i>	<i>266</i>
<i>Tableau 19 : Variation du nombre équivalent de branches 1990-1996 (62 groupes) .....</i>	<i>270</i>
<i>Tableau 20 : Evolution du nombre moyen de secteurs des entreprises .....</i>	<i>272</i>
<i>Tableau 21 : Moyenne des indices.....</i>	<i>273</i>
<i>Tableau 22 : Motifs incitant le dirigeant à entreprendre une diversification et source des coûts potentiels pour les actionnaires.....</i>	<i>374</i>
<i>Figure 10 Relations entre diversification, performance et structure de propriété: le cœur du modèle .....</i>	<i>461</i>
<i>Figure 11 : Exemple de détermination des composantes de la structure de propriété; Pinault-Printemps-Redoute, 08/07/1994 .....</i>	<i>470</i>

<i>Tableau 23 : Statistiques descriptives, échantillon commun complet.....</i>	<i>488</i>
<i>Tableau 24 : Comparaison des mesures de performance et de risque moyennes suivant le niveau de diversification de l'entreprise.....</i>	<i>490</i>
<i>Tableau 25 : Performance des acquisitions et diversification.....</i>	<i>493</i>
<i>Tableau 26 : Nombres de secteurs SIC et valeur moyenne du q de Tobin .....</i>	<i>496</i>
<i>Tableau 27 : Niveau de diversification et performance des entreprises.....</i>	<i>498</i>
<i>Tableau 28 : Régressions du risque sur des indicateurs de diversité de l'entreprise .....</i>	<i>502</i>
<i>Tableau 29 : Régressions des variations du risque de l'entreprise sur la diversification qu'engage une acquisition .....</i>	<i>506</i>
<i>Tableau 30 : Régression des variables de la structure de propriété sur la diversité de l'entreprise .....</i>	<i>511</i>
<i>Tableau 31 : Régressions de variations dans la diversité de l'entreprise suite à une acquisition sur des variables de structure de propriété de l'entreprise .....</i>	<i>518</i>
<i>Tableau 32 : Niveau de risque de l'entreprise et participation du dirigeant au capital.....</i>	<i>521</i>
<i>Tableau 33 : Variation du niveau de risque de l'entreprise et participation du dirigeant au capital.....</i>	<i>523</i>
<i>Tableau 34 : Choix de la forme de la relation entre participation managériale et performance.....</i>	<i>527</i>
<i>Tableau 35 : Régression des variables de structure de propriété sur la performance des entreprises.....</i>	<i>529</i>
<i>Tableau 36 : Performance des acquisitions et structure de propriété du capital .....</i>	<i>532</i>
<i>Tableau 37 : Analyse par équations simultanées de la performance, la diversification et la part de capital détenue par le dirigeant .....</i>	<i>545</i>
<i>Tableau 38 : Analyse par équations simultanées de la performance de l'entreprise, de son niveau de diversification et du pourcentage détenu par le dirigeant. ....</i>	<i>549</i>
<i>Annexe 1 : Survey des Etudes étrangères sur le lien diversification/ performance, période 1960 à 1975.....</i>	<i>590</i>
<i>Annexe 2 : Etudes étrangères du lien diversification /performance, période récente.....</i>	<i>597</i>
<i>Annexe 3 : Les études françaises du lien diversification /performance.....</i>	<i>601</i>

## TABLE DES MATIERES

<b><i>INTRODUCTION GÉNÉRALE</i></b>	<b>7</b>
<b><i>PARTIE 1 : Diversification et environnement économique et institutionnel de l'entreprise</i></b>	<b>21</b>
<b><i>CHAPITRE 1 : La diversification, historique, concept et mesures</i></b>	<b>23</b>
<b>SECTION 1 : Origines et définitions</b>	<b>23</b>
1.1 Origines de la diversification	23
1.2 Définition de la diversification	25
<b>SECTION 2 : La mesure de la diversification</b>	<b>27</b>
2.1 Les mesures catégorielles de la diversification	29
2.1.1 Les outils d'analyse	29
2.1.2 Intérêts et limites des approches catégorielles	36
2.2 Les mesures indicielles (continues) de la diversification	38
2.2.1 Les indices d'Herfindahl et d'entropie	39
2.2.2 Propriétés de l'indice d'entropie	41
2.2.3 Avantages et limites des mesures indicielles	44
2.2.3.1 Nomenclatures officielles et liens entre activités	45
2.2.3.2 Nomenclatures et mesures indicielles de la diversification	46
2.3 Conclusion : quelle mesure pour notre étude ?	48
2.3.1 une mesure hybride de la diversification	48
2.3.2 Convergence des mesures entropiques et catégorielles	51
2.2.3 Mesures de la diversification et objet de la recherche	53
<b>SECTION 3 : Une image de la diversification à l'international et en France dans les années 60 et 70</b>	<b>55</b>
3.1 La diversification, un mouvement général dans les pays industrialisés	55
3.2 La diversification des firmes françaises dans les années 1970	57
3.2.1 Opérations de croissance externe	58
3.2.2 Stratégies des groupes	63
CONCLUSION	65
<b><i>CHAPITRE 2 : Les motifs théoriques de la diversification</i></b>	<b>66</b>

<b>SECTION 1 : Imperfections sur le marché des biens et services et diversification</b>	<b>69</b>
1.1 L'optique du pouvoir de marché	69
1.2 L'optique des ressources	72
<b>SECTION 2 : Imperfections sur le marché financier et diversification</b>	<b>82</b>
2.1 Théorie financière moderne et diversification	82
2.1.1 Les origines du MEDAF	82
2.1.2 MEDAF et diversification	83
2.2 MEDAF, coûts de transaction et diversification	87
2.3 Risque de l'entreprise et diversification	91
2.4 Déséquilibres sur le marché financier et diversification	98
<b>SECTION 3 : Diversification et théories contractuelles. Inefficiency du marché externe vs. Efficience de l'organisation</b>	<b>99</b>
3.1 Le cadre des théories contractuelles	100
3.1.1 Les hypothèses communes	100
3.1.2 Les différences dans le développement des analyses	102
3.1.2.1 L'unité d'analyse	102
3.1.2.2 Coûts de transaction et coûts d'agence	103
3.2 Relations d'agence et diversification	105
3.2.1 Contrôle des dirigeants et diversification	106
3.2.2 Marché interne du capital et diversification	113
3.2.2.1 Modèle de Gertner et al.	114
3.2.2.2 Le modèle de Stein	119
3.3 Théorie des coûts de transaction et diversification	123
3.3.1 Les limites de l'intégration chez Williamson	124
3.3.2 Coûts de transaction et diversification	128
CONCLUSION	135
<b><i>CHAPITRE 3 : Contexte socio-économique et diversification</i></b>	<b><i>136</i></b>
<b>SECTION 1 : Les années 1960 et début 1970, un contexte favorable à la diversification</b>	<b>136</b>
1.1 Une période de croissance stable	137
1.2 Des outils et un discours stratégique favorables à la diversification	139
<b>SECTION 2 : Conjoncture économique et diversification - la période charnière des années 1970 et les années 1980</b>	<b>143</b>
2.1 Les entreprises face à « la crise »	143

2.2 Une évolution se traduisant dans le mode de pensée des gestionnaires	148
2.3 Les années 1980 : naissance des « politiques de recentrage » des entreprises	152
2.3.1 Une nouvelle vague de fusions et acquisitions	153
2.3.2 Une amélioration de la santé financière des entreprises	156
2.3.3 Internationalisation et « recentrage » des entreprises	160
<b>SECTION 3 : Depuis les années 80 : un nouveau contexte institutionnel, un nouveau regard sur la diversification</b>	<b>167</b>
3.1 « Recentrage » et évolution des outils d'analyse stratégique	167
3.1.1 Concurrence internationalisée et analyse stratégique	168
3.1.2 « Compétences centrales », « métier » et recentrage des entreprises	170
3.1.3 Une assimilation fréquente du recentrage à la spécialisation	174
3.2 Une prééminence des gouvernements privés sur la puissance publique	177
3.2.1 Un Désengagement progressif de l'Etat de la sphère économique	177
3.2.1.1 Privatisations et Dévolution des pouvoirs dans le marché financier naissant	178
3.2.1.2 L'affirmation progressive du marché, sa « libéralisation », et le recul de la puissance publique	181
3.2.2 Des innovations institutionnelles	188
3.2.2.1 Une modification de l'actionnariat	188
3.2.2.2 Evolution du gouvernement des entreprises en France	191
CONCLUSION	196
<b>CHAPITRE 4 : Etude du lien entre diversification et performance</b>	<b>199</b>
<b>SECTION 1 : Evolution du lien entre diversification et performance, un réexamen des motifs théoriques</b>	<b>200</b>
1.1 Performance des stratégies de diversification et environnement de l'entreprise	200
1.1.1 Approche évolutive des imperfections sur le marché des biens et services et diversification	200
1.1.2 Approche évolutive des imperfections sur les marchés financiers et diversification	203
1.1.3 Théories contractuelles, contexte institutionnel et diversification	206
1.1.3.1 Motifs issus de la théorie de l'agence	207
1.1.3.2 Motifs issus de la théorie des coûts de transaction	211
1.2 Synthèse et questions en suspens	215
1.2.1 Evolution du lien entre diversification et performance : une synthèse	216
1.2.2 Questions en suspens	221
<b>SECTION 2 : Résultats empiriques des études de la relation entre diversification et</b>	

<b>performance</b>	<b>225</b>
2.1 Les obstacles : diversité des méthodes et mesures et faible nombre d'études sur le marché français	226
2.1.1 Les mesures de performance traditionnelles des entreprises	227
2.1.2 Performance des entreprises et performance des opérations stratégiques	229
2.1.3 La mise en évidence du lien entre diversification et performance	230
2.2 La périodisation du lien entre diversification et performance à l'épreuve des résultats empiriques	232
2.2.1 Diversification et performance dans le cadre français	233
2.2.2 Diversification et performance : les études menées à l'étranger	239
2.2.2.1 Similitudes et différences dans les cadres américains et français au regard de la relation entre diversification et performance	240
2.2.2.2 Les études empiriques étrangères du lien entre diversification et performance	243
- Décennies 60 et 70	243
- Décennies 80 et 90	247
- Synthèse	250
Conclusion	252
 <b><i>CHAPITRE 5 : Evolution de la diversité, une étude empirique</i></b>	 <b>254</b>
<b>SECTION 1 : Problèmes méthodologiques</b>	<b>255</b>
1.1 Problèmes liés à l'identification et la segmentation des activités	256
1.2 Problèmes liés à la structure de groupe	258
<b>SECTION 2 : Résultats</b>	<b>259</b>
2.1 Interprétation des indices	259
2.2 Période 1986-1992	262
2.2.1 Données de la CDC	262
2.2.2 Convergence avec les données issues de Datastream	267
2.3 Période récente	268
Conclusion	274
 <b><i>Conclusion Partie 1</i></b>	 <b>277</b>
 <b><i>PARTIE 2 : Diversification et opportunisme managérial</i></b>	 <b>281</b>
 <b><i>CHAPITRE 6 : Le cadre d'analyse contractuel retenu</i></b>	 <b>283</b>
<b>SECTION 1 : Conditions, définition et moyens de l'opportunisme</b>	<b>283</b>
1.1 Les conditions (nécessaires) de l'opportunisme : rationalité limitée et asymétrie d'information	

	284
1.1.1 La rationalité limitée	284
1.1.2 Incomplétude des contrats, qualités de l'information et relations entre cocontractants	286
1.2 L'opportunisme des acteurs : inclination vs. comportement	288
1.3 Les moyens de l'opportunisme : pouvoir et fonctionnement des marchés	292
1.3.1 Pouvoir et relation de dépendance réciproque	292
1.3.2 Condition générale de l'existence de différentiels de pouvoir : un déséquilibre de marché	294
<b>SECTION 2 : L'opportunisme des acteurs dans le cadre de la relation entre actionnaires et dirigeants</b>	<b>295</b>
2.1 L'existence et l'exercice du pouvoir dans les relations entre actionnaires et dirigeants	296
2.1.1 Les mécanismes gouvernant la relation entre actionnaires et dirigeants, pouvoir et opportunisme	296
2.1.2 L'opportunisme n'est pas univoque	303
2.2 Les comportements opportunistes sont relatifs au contexte dans lequel ils sont appréciés : l'exemple des hypothèses d'opportunisme managérial par diversification.	312
2.2.1 Relativité de l'opportunisme managérial vis-à-vis du contexte économique	314
2.2.2 Une relation réciproque entre environnement et représentations des acteurs	318
2.2.3 Hypothèses d'opportunisme managérial, contexte économique et théories sous-jacentes	321
Conclusion	325
<b>CHAPITRE 7 : Diversification, satisfaction des objectifs managériaux et coûts pour les actionnaires</b>	<b>327</b>
<b>SECTION 1 : L'optique des théories managériales - diversification et croissance de l'entreprise</b>	<b>327</b>
1.1 La diversification comme moyen de croissance et ses bénéfices pour le dirigeant	328
1.1.1 La diversification comme moyen de croissance et de survie de l'entreprise	328
1.1.2 Les avantages pour le dirigeant de la croissance par diversification	331
1.2 Les coûts liés à une croissance (excessive) par diversification	336
<b>SECTION 2 : L'optique de l'agence : diversification, risques de l'entreprise et aversion aux risques du dirigeant</b>	<b>340</b>
2.1 L'hypothèse de Amihud et Lev (1981)	341
2.1.1 Capital humain, risques pour le dirigeant et risque pour les actionnaires	341
2.1.2 Relation entre risque et diversification, et, risque d'emploi du dirigeant	346

2.2 Reconsidération de l'hypothèse d'Amihud et Lev	349
2.2.1 L'aversion au risque du dirigeant en question	350
2.2.2 Conséquences pour l'hypothèse de réduction du risque d'emploi par diversification	352
<b>SECTION 3 : Diversification et enracinement du dirigeant</b>	<b>356</b>
3.1 Principes de l'enracinement et diversification de l'entreprise	356
3.1.1 Enracinement par (sur)investissement dans des actifs spécifiques au dirigeant et diversification	357
3.1.2 Les intérêts de la diversification vis-à-vis de la politique d'enracinement	359
3.2 La dynamique du modèle et les coûts potentiels pour les actionnaires	362
3.2.1 Enracinement, performance de l'entreprise, acquisitions, désinvestissements et diversification	362
3.2.2 Un coût ex-post limité pour les actionnaires mais un comportement opportuniste possible	364
Conclusion	372
<b><i>CHAPITRE 8 : Les mécanismes modérateurs de l'inclination du dirigeant à diversifier l'entreprise</i></b>	<b>375</b>
<b>SECTION 1 : Les mécanismes de contrôle et d'incitation du dirigeant</b>	<b>376</b>
1.1 Les mécanismes non spécifiques de contrôle et d'incitation	377
1.1.1 les mécanismes de marché	378
1.1.2 Autres mécanismes non spécifiques	385
1.2 Les mécanismes spécifiques, le contrôle et l'incitation par le conseil d'administration	388
1.2.1. Présentation et conceptions du conseil d'administration	389
1.2.2 Le contrôle par la dissuasion : Révocation du dirigeant et types de contrôle du conseil	393
1.2.3 Les moyens d'incitation à disposition du conseil d'administration : la politique de rémunération	400
1.3 Interdépendance des moyens de contrôle et d'incitation	406
1.3.1 Interdépendance, complémentarité et substituabilité des mécanismes	406
1.3.2 Interdépendance des mécanismes et structure de propriété de l'entreprise	409
<b>SECTION 2 : Une appréhension de l'effectivité des mécanismes à travers la structure de propriété du capital</b>	<b>410</b>
2.1 Participation du dirigeant au capital et diversification	410
2.1.1 L'impact de la participation managériale sur la valeur pour les actionnaires	411
2.1.2 Conséquences concernant l'incitation managériale à diversifier l'entreprise	420
2.2 Autres composantes de la structure de propriété, contrôle et propension du dirigeant à	

diversifier l'entreprise	423
2.2.1 Importance de l'actionnariat externe et contrôle	424
2.2.2 Les multiples facettes de l'actionnariat interne	425
Conclusion	430
<b>CHAPITRE 9 : Elaboration d'un corps d'hypothèses, méthodologie et données</b>	<b>432</b>
<b>SECTION 1 : Elaboration d'un corps d'hypothèses</b>	<b>432</b>
1.1 Une approche « classique » de l'opportunisme managérial à travers la stratégie mise en oeuvre	433
1.1.1 Diversification, diversité, valeur et risque de l'entreprise	434
1.1.1.1 Diversification, diversité et valeur de l'entreprise	434
1.1.1.2 Diversification et risque de l'entreprise	437
1.1.2 Diversification, performance de l'entreprise et structure de propriété du capital	438
1.1.2.1 Participation du dirigeant au capital, performance et diversification	439
Diversification et part détenue par le dirigeant	439
Motifs managériaux de diversification, part du dirigeant dans le capital et performance	446
1.1.2.2 Autres composantes de la structure de propriété, diversification et valeur	450
Influences de l'actionnariat non représenté au conseil	450
Influences de l'actionnariat représenté au conseil	451
Synthèse et conclusion	454
1.2 Une prise en compte simultanée de la diversification, la part du dirigeant, et la performance de l'entreprise	455
1.2.1 Problèmes spécifiques à l'approche classique	455
1.2.1.1 Une possible non-réversibilité dans les relations	456
1.2.1.2 Une mauvaise appréhension du phénomène et des coefficients estimés biaisés	459
1.2.2 Analyse simultanée des relations entre diversification, performance et structure de propriété du capital	460
1.2.2.1 Le cœur du modèle	461
1.2.2.2 Méthodes d'estimation	462
<b>SECTION 2 : Cadre empirique, données et variables</b>	<b>464</b>
2.1 Sources d'information et Données	464
2.1.1 Les acquisitions et entreprises concernées	465
2.1.2 Les données	467
2.1.2.1 Données boursières et Comptables	467
2.1.2.2 Données sur la structure de propriété	468

2.2 Définition des variables	471
2.2.1 Mesures et variables liées à la performance	471
2.2.1.1 La performance des acquisitions : les rentabilités anormales à l'annonce de l'opération	471
2.2.1.2 La performance des entreprises impliquées dans les acquisitions: une estimation du q de Tobin	475
2.2.2 Mesures et variables liées à la diversification	476
2.2.3 Variables d'incitation et de contrôle des dirigeants	478
2.2.3.1 Variable d'incitation: la part du dirigeant dans le capital	478
2.2.3.2 Les variables de contrôle du dirigeant : parts détenues par les autres actionnaires	478
2.2.4 Autres variables	480
2.2.4.1 Le risque de l'entreprise	481
2.2.4.2 Autres variables de contrôle	481
CONCLUSION	484

***CHAPITRE 10 : Etude empirique des liens entre diversification, performance et structure de propriété*** **486**

<b>SECTION 1 :méthodologies classiques</b>	<b>489</b>
1.1 Diversification, valeur et risque de l'entreprise	489
1.1.1 Premières observations	489
1.1.2 Analyse multivariée et forme de la relation	491
1.1.2.1 Analyse multivariée de la relation entre diversification initiée par une acquisition et performance	492
1.1.2.2 Analyse multivariée de la relation entre diversité et performance des entreprises impliquées dans des acquisitions	496
1.1.2.3 Diversification et risque de l'entreprise	501
1.2 Performance, diversification et structure de propriété du capital	509
1.2.1 Structure de propriété, diversification et risque de l'entreprise	510
1.2.1.1 Structure de propriété et diversification	510
Niveau de diversification des entreprises et structure de propriété	510
Les variables de contrôle du dirigeant et la diversification	512
Diversité et participation du dirigeant au capital	514
Diversification des entreprises lors d'acquisitions et structure de propriété	517
1.2.1.2 Part du dirigeant dans le capital et risque de l'entreprise	520
1.2.1.3 Synthèse sur le lien entre structure de propriété et diversification	524
1.2.2 Structure de propriété, performance et opportunisme managérial	525

1.2.2.1 Participation managériale et performance des entreprises impliquées dans des acquisitions	526
1.2.2.2 Participation managériale et performance lors d'acquisition	531
1.3 Synthèse et conclusion	533
1.3.1. Diversité, performance et structure de propriété : résultats au niveau des entreprises	533
1.3.2 Diversification, performance et structure de propriété : résultats au niveau des acquisitions	535
<b>SECTION 2 : Résultats de l'approche du problème par équations simultanées</b>	<b>537</b>
2.1 Présentation des systèmes d'équations	537
2.1.1 Le cas des acquisitions	538
2.1.2 Le cas des entreprises impliquées dans des acquisitions	541
2.2 Résultats	543
2.2.1 Le cas des acquisitions	543
2.2.2 Le cas des entreprises impliquées dans des acquisitions	547
2.2.3 Robustesse et interprétation des résultats	550
2.2.3.1 Robustesse	550
2.2.3.2 Interprétation	552
CONCLUSION	554
<b><i>Conclusion Partie 2</i></b>	<b>556</b>
<b><i>CONCLUSION GÉNÉRALE</i></b>	<b>560</b>
<b><i>Bibliographie</i></b>	<b>567</b>
<b><i>Annexes :Etude du lien diversification performance</i></b>	<b>588</b>
<b><i>Index des tableaux et figures</i></b>	<b>603</b>