

L'impact de la structure actionnariale sur les stratégies de diversification des grandes entreprises françaises

Denis LACOSTE
Groupe ESC Toulouse

Christophe FAVOREU
Groupe ESC Toulouse

Stéphanie LAVIGNE
Groupe ESC Toulouse

Eric RIGAMONTI
Chercheur LEREPS-UT1
Chercheur Associé ESSCA
Chercheur Associé GRESC – ESC Toulouse

Correspondance :
Denis LACOSTE
Groupe ESC Toulouse
20, Boulevard Lascrosses
31068 Toulouse Cédex 7
d.lacoste@esc-toulouse.fr
Tel : 05 61 29 49 46
Fax : 05 61 29 49 94

L'objectif de la recherche est de tester la relation entre la structure actionnariale des grandes entreprises françaises et leur niveau de diversification. Plus précisément, il s'agit de s'interroger sur le lien entre le pouvoir de différents types d'actionnaires (familles, état, investisseurs non financiers ou institutionnels) et les stratégies de diversification des entreprises. Cette question est essentielle compte tenu des bouleversements qu'ont connu les structures de propriété des entreprises françaises ces dernières années et de l'influence souvent supposée de cette évolution sur les stratégies de portefeuille et le recentrage.

Dans une première partie, nous présentons les différentes études empiriques conduites sur ce thème dans les champs de la stratégie et de la finance. L'absence de convergence des recherches antérieures est mise en évidence et discutée. Dans une deuxième partie, nous présentons le cadre méthodologique de notre recherche, les modes de mesure utilisés pour le pouvoir actionnarial et la diversification puis les résultats de notre recherche. Notre recherche se distingue des études antérieures sur deux dimensions : d'une part nous prenons en considération les différents types d'actionnaires et, d'autre part, nous considérons que le pouvoir de chacun d'eux n'est pas nécessairement proportionnel à leur poids relatif dans le capital. Deux méthodes statistiques ont été utilisées et convergent pour montrer l'absence de lien sur cet échantillon entre la nature de l'actionnariat et stratégie de diversification des entreprises. Ces résultats sont finalement discutés et des voies de recherche futures pouvant s'appuyer sur la méthodologie de cet article sont présentées.

Mots-Clefs : Actionnaires, Diversification

L'impact de la structure actionnariale sur les stratégies de diversification des grandes entreprises françaises

L'objectif de la recherche est de tester la relation entre la structure actionnariale des grandes entreprises françaises et leur niveau de diversification. Plus précisément, il s'agit de s'interroger sur le lien entre le pouvoir de différents types d'actionnaires (familles, état, investisseurs non financiers ou institutionnels) et les stratégies de diversification des entreprises. Cette question est essentielle compte tenu des bouleversements qu'ont connus les structures de propriété des entreprises françaises ces dernières années et de l'influence souvent supposée de cette évolution sur les stratégies de portefeuille et le recentrage.

Dans une première partie, nous présentons les différentes études empiriques conduites sur ce thème dans les champs de la stratégie et de la finance. L'absence de convergence des recherches antérieures est mise en évidence et discutée. Dans une deuxième partie, nous présentons le cadre méthodologique de notre recherche, les modes de mesure utilisés pour le pouvoir actionnarial et la diversification puis les résultats de notre recherche. Notre recherche se distingue des études antérieures sur deux dimensions : d'une part nous prenons en considération les différents types d'actionnaires et, d'autre part, nous considérons que le pouvoir de chacun d'eux n'est pas nécessairement proportionnel à leur poids relatif dans le capital. Deux méthodes statistiques ont été utilisées et convergent pour montrer l'absence de lien sur cet échantillon entre la nature de l'actionnariat et stratégie de diversification des entreprises. Ces résultats sont finalement discutés et des voies de recherche futures pouvant s'appuyer sur la méthodologie de cet article sont présentées.

L'impact de la structure actionnariale sur les stratégies de diversification des grandes entreprises françaises

L'objectif de la recherche présentée dans cet article est de tester la relation entre la structure actionnariale des grandes entreprises françaises cotées et leur niveau de diversification. Plus précisément, il s'agit de s'interroger sur le lien entre le pouvoir de différents types d'actionnaires (familles, état, investisseurs non financiers ou institutionnels) et les stratégies de diversification des entreprises.

L'analyse du lien entre propriété et choix stratégiques est d'autant plus importante en France que les structures actionnariales des grandes entreprises cotées ont connu de profonds bouleversements avec l'arrivée, depuis la fin des années 1990, des investisseurs institutionnels. Début 2004, on estimait qu'entre 30 à 40 % du capital des entreprises du CAC 40 était détenu par des investisseurs non résidents, les investisseurs institutionnels occupant parmi eux une place de premier rang¹. Ces investisseurs ont progressivement réduit l'influence des actionnaires traditionnels que constituaient les familles ou l'Etat et véhiculent aujourd'hui un nouveau modèle de gouvernement d'entreprise, qualifié de modèle *shareholder*. Ce modèle privilégie la création de valeur pour l'actionnaire et s'oppose au modèle *stakholder* dont l'objectif est de trouver un compromis entre les intérêts des différentes parties prenantes (Blair, 1995).

Etudier l'influence des différents types d'actionnaires dans le cadre des stratégies de diversification² est important pour au moins deux raisons. D'une part, la diversification est un choix majeur qui influence fortement la capacité de l'entreprise à se développer sur une longue période, ses besoins de financement, sa performance et les risques qui y sont associés. D'autre part, cette décision peut être l'objet de conflits d'intérêts entre les parties prenantes et être influencée par l'évolution de la structure actionnariale.

Ainsi, le mouvement de recentrage des grands groupes cotés pourrait s'expliquer par un souci accru de performances financières (L'Hélias, 1997 ; Batsch, 2002) après le large mouvement de diversification conglomérale des années 1980, au bilan souvent négatif pour l'actionnaire (Porter, 1987 ; Morsck, Shleifer, Vischny, 1990). Ce mouvement peut également s'expliquer par une évolution dans la gestion des risques. Selon la théorie financière,

¹ Bulletin de la Banque de France, n°134, février 2005 « La détention du capital des entreprises françaises du CAC 40 par les non-résidents à la fin 2003 ».

² Nous définirons très simplement la diversification comme le développement de nouveaux domaines d'activités stratégiques (Pitts et Hopkins, 1982).

l'actionnaire pouvant diversifier efficacement le risque de son portefeuille sur les marchés financiers, l'objectif de la diversification des actifs de l'entreprise se limiterait désormais à l'amélioration de la rentabilité par la mise en œuvre de synergies.

La plupart des études empiriques qui ont tenté de mettre en évidence ces liens entre actionnariat et diversification ont été conduites aux Etats-Unis et ont mesuré globalement le pouvoir des actionnaires vis-à-vis des managers : elles considèrent implicitement une convergence d'intérêt entre tous les types d'actionnaires. Ces recherches partent également de l'hypothèse que le pouvoir est directement proportionnel à la fraction du capital détenu. Les résultats de ces recherches sont souvent contradictoires : il n'émane aujourd'hui aucun consensus sur le lien actionnariat – diversification.

Notre recherche, conduite sur les firmes françaises du CAC 40, se distingue des études antérieures sur deux dimensions : d'une part nous prenons en considération les différents types d'actionnaires et, d'autre part, nous considérons que le pouvoir de chacun d'eux n'est pas nécessairement proportionnel à leur poids relatif dans le capital

Dans une première partie, nous présentons les différentes études empiriques conduites sur ce thème dans les champs de la stratégie et de la finance. L'absence de convergence des recherches antérieures est mise en évidence et discutée. Dans une deuxième partie, nous présentons le cadre méthodologique de notre recherche, les modes de mesure utilisés pour le pouvoir actionnarial et la diversification puis les résultats de notre recherche. Ces résultats sont sans équivoque : les niveaux de diversifications reliées et non reliées sont indépendantes de la structure du pouvoir des entreprises étudiées.

1. LE LIEN ACTIONNAIRE – DIVERSIFICATION : LES ETUDES EMPIRIQUES

On retrouve à travers les différentes études empiriques traitant de ce sujet le débat entre le courant de l'économie financière qui postule un lien entre structure de propriété et diversification et celui du management stratégique qui rassemble des auteurs pour qui la diversification est une décision qui relève d'une stricte logique économique et concurrentielle. Comme nous allons le montrer, la plupart des résultats de ces études sont soit contradictoires et/ou non significatifs, soit ils ne confirment ou n'infirmement qu'en partie les différents positionnements théoriques.

1.1. DES ETUDES AUX RESULTATS CONTRADICTOIRES

Les études de Amihud et Lev (1981, 1999) démontrent que le contrôle managérial³ de la firme conduit à niveau plus élevé de diversification. S'appuyant sur la théorie de l'agence⁴ et sur l'étude de 309 fusions acquisitions américaines dans les années 60, Amihud et Lev⁵ affirment que les managers, afin de diversifier et de réduire leur risque, ont tendance à engager l'entreprise dans des diversifications et des fusions conglomerales. Ces résultats concordent avec ceux obtenus par Denis et al. (1997)⁶ qui tendent à montrer que plus la part de capital détenue par les managers est importante plus le niveau de diversification de la firme est faible⁷. Selon Amihud et Lev (1999), la convergence de ces résultats, qui viennent confirmer ceux obtenus précédemment par des auteurs tels que Sanders et al. (1990) et May (1995) Lloyd et al. (1997), tend à démontrer le lien indéniable existant entre la structure de l'actionnariat et la diversification. Celle-ci confirmerait en outre les prédictions et les hypothèses dérivées de la théorie de l'agence.

A l'inverse Lane et al. (1999)⁸ s'appuyant sur leurs résultats mais aussi sur des travaux d'auteurs tels Barkema et Gomez-Mejia's (1998), affirment les limites de la théorie de

³ Qui s'exerce lorsque les managers se trouvent face à un actionnariat diffus et éclaté et que ce dernier ne peut en conséquence exercer un contrepoids et un *monitoring* efficace.

⁴ Si on se réfère au cadre de la théorie de l'agence, l'existence d'un contrôle managérial conduit les dirigeants à s'engager dans des programmes de diversification non reliée pour plusieurs raisons. La diversification conglomerale profite aux dirigeants car elle leur permet i) de protéger leur capital humain et de réduire leur risque spécifique en lissant les résultats des différents domaines d'activité stratégiques (Amihud, Lev, 1981) ; ii) d'accroître leur prestige ou leur pouvoir conféré par le management d'une grande entreprise cotée (Jensen, 1986) ; iii) d'augmenter leur rémunération, cette dernière étant souvent liée à la taille de l'entreprise (Jensen, 1986 ; Morck et al, 1992) ; iv) de se rendre indispensable au fonctionnement de l'entreprise à travers leur stratégie d'enracinement (Shleifer, Vischny, 1989). Selon cette approche, les stratégies de diversification conglomerale peuvent donc être expliquées par un excès de pouvoir des dirigeants et présentent pour l'actionnaire un coût supérieur au bénéfice (Berger, Ofek, 1995 ; Denis et al, 1997).

⁵ Les auteurs s'appuient sur la classification de Palmer (1973) pour dresser une typologie des propriétaires de l'entreprise et du type de contrôle exercé. Ainsi lorsqu'un acteur détient plus de 30% du capital il dispose d'un fort contrôle actionnarial. Lorsque ce pourcentage est compris entre 10 et 30%, le contrôle actionnarial est faible. Lorsqu'on se situe en dessous de 10%, la firme est sous le contrôle du manager. En ce qui concerne la diversification, l'utilisation des codes SIC permet de distinguer les acquisitions verticales et horizontales des acquisitions non reliées ou conglomerales.

⁶ L'étude de Denis et al. (1997), qui s'appuie sur l'analyse du degré de diversification de 933 entreprises en 1984, utilisent des indicateurs de mesure de la propriété et du degré de diversification de l'entreprise différents et plus détaillés que ceux utilisés par Amihud et Lev. Les auteurs distinguent ainsi les actionnaires dirigeants (insiders) des actionnaires non impliqués dans le management (outsiders). La diversification est une combinaison de cinq mesures qui mêle les codes SIC, des index d'Herfindhal et un recensement des différents segments sur lesquels est présent la firme.

⁷ Les intérêts des managers s'alignent sur ceux des actionnaires du fait de leur participation dans le capital de la firme. L'étude montre ainsi notamment que 79% des firmes dans lesquelles les managers et PDG détiennent moins de 1% du capital gèrent une diversité de DAS. Ce taux tombe à 39% lorsque la part des managers dans le capital de la firme s'élève à plus de 25%. Bien

⁸ Si les auteurs s'appuient sur la même typologie que Amihud et Lev (1981) afin de mesurer le pouvoir actionnarial (celle de Palmer (1973)), ils utilisent en revanche la classification et la typologie de Rumelt (1974) afin de mesurer le degré et le type de diversification des entreprises, ce qui leur permet de prendre en compte différentes formes de diversification.

l'agence⁹ et soulignent que la diversification est principalement une décision stratégique liée à des facteurs environnementaux et concurrentiels. Ces conclusions sont en partie confirmées par l'étude récente conduite par Singh et al. (2004) sur des entreprises américaines et dont les résultats tendent à démontrer que les différences de niveau de diversification entre firmes s'expliquent davantage par les stades de développement atteints par ces dernières que par la composition de leur structure actionnariale¹⁰. L'étude de Chen et Ho (2000) conduite elle sur des entreprises de Singapour démontre quant à elle l'influence de la variable taille sur les décisions de diversification des firmes.

On retrouve donc à travers ces oppositions les deux grands courants théoriques que constituent l'économie financière et le management stratégique. Il est d'autant plus difficile de trancher entre ces deux approches que les études empiriques conduites par la suite ne valident souvent qu'une partie des hypothèses et des résultats de chacun des courants. L'étude menée par Collin et Bengtsson (2000) sur des entreprises suédoises est révélatrice de ces contradictions. Si les résultats obtenus sont en conformité avec la théorie financière en ce qui concerne l'influence négative de l'actionnariat de type « institution » et « groupe financier » sur le niveau de diversification des firmes, en revanche ceux-ci entrent en contradiction avec la théorie pour ce qui est de l'influence des managers et des banques. D'une manière générale l'étude de Collin et Bengtsson semble démontrer que la structure du capital n'explique qu'une partie assez faible du degré de diversification des firmes. L'étude conduite par Chen et Ho (2000) se trouve confrontée aux mêmes contradictions à savoir que si le niveau de diversification semble relié négativement à la part du capital détenue par des actionnaires externes, il n'existe en revanche aucun lien entre la diversification et la part du capital détenue en interne par les managers et les dirigeants. De la même manière, les résultats obtenus par Ramaswamy et al. (2002), bien que démontrant un lien entre la structure de propriété et la diversification non reliée, s'avèrent en revanche peu concluants et peu significatifs lorsqu'il s'agit d'expliquer les stratégies de diversification reliée et conglomérale.

⁹ Les deux études empiriques conduites par les auteurs – l'une visait à répliquer l'étude de Amihud et Lev (1981) sur le même échantillon d'entreprises alors que la seconde s'appuyait sur un échantillon de décisions de fusions/acquisition plus récent (1980-1987) – conduisent à des résultats concordants qui entrent en contradiction avec les hypothèses de la théorie de l'agence. Plus précisément, ces études tendent à démontrer que les entreprises à fort contrôle managérial s'orientent vers des opérations de fusion et de diversification plus performantes et plus créatrices de valeur.

¹⁰ Les auteurs démontrent soit une absence de lien entre certaines formes d'actionnariat et les stratégies de diversification des entreprises soit des résultats contraires à la théorie de l'agence, notamment en ce qui concerne les « insider ownership ».

1.2. LES CAUSES DES CONTRADICTIONS ET LES LIMITES

Ces divergences et ces contradictions dans les résultats empiriques peuvent s'expliquer par l'absence d'uniformité des méthodologies employées, notamment en ce qui concerne les variables de contrôle (Hill et Snell, 1989), les indicateurs de mesure de la diversification (Lane et al., 1999) ainsi que les méthodes de mesure du poids et de la concentration des actionnaires.

Concernant la mesure de la diversification deux méthodes s'opposent : la classification de Rumelt (1974) généralement utilisée par le courant du management stratégique et la méthode de classification selon les codes SIC des industries privilégiée par les économistes financiers (du fait de leur apparente « objectivité » et de la facilité des traitements statistiques des données obtenues). Si la méthode de Rumelt a été remise en cause du fait de la nature subjective de l'évaluation sur laquelle elle débouche et par le caractère ordinal des variables obtenues, elle présente selon Lane et al. (1999) ainsi que Collin et Bengtsson (2000) deux avantages majeurs. D'une part, elle propose une vision plus réaliste et une analyse plus fine de la diversification et permet de ce fait d'apprécier les liens et les synergies existant réellement entre les activités. A l'inverse, les méthodes s'appuyant sur les codes industriels auraient tendance à surestimer la diversification non reliée. D'autre part, et selon Collin et Bengtsson (2000), la méthode de Rumelt permet de conduire des études comparatives internationales contrairement aux méthodes utilisant des codes de classification qui diffèrent selon les pays.

Selon Ramaswamy et al. (2002), un problème méthodologique de la plupart de ces études récentes est également lié au fait qu'elles adoptent une approche indifférenciée et globale en ce qui concerne les catégories d'actionnaires, leurs comportements et leurs motivations. Ainsi, le courant des économistes financiers, a tendance à ne considérer que la relation dyadique manager-actionnaire, faisant implicitement l'hypothèse d'une homogénéité de motivations et d'objectifs entre les différentes catégories d'actionnaires. Or, ainsi que le soulignent David et al. (1998), de nombreuses études empiriques ont démontré l'absence de validité de cette hypothèse. Des recherches plus récentes (Ramaswamy et al., 2002 ; Collin et Bengtsson, 2000) adoptent quant à elles des typologies différenciant les investisseurs institutionnels, les banques, l'état et les agences gouvernementales, les fonds de pension ainsi que les investisseurs étrangers.

Enfin, une des principales limites réside dans le fait que les études empiriques sont traditionnellement focalisées sur les Etats-Unis (Chen et Ho, 2000 ; Collin et Bengtsson, 2000). Or, et ainsi que l'affirment Ramaswamy et al. (2002) ainsi que Khanna et Palepu

(2000), la prédominance d'études américaines peut introduire un biais d'autant plus important si l'on considère que le cadre national à une influence significative sur les comportements des différentes composantes actionnariales. Ramaswamy et al. (2002) mettent ainsi en évidence les différences de comportement entre investisseurs institutionnels allemands et suisse d'un coté et américains de l'autre en ce qui concerne la recherche de profit et de rentabilité à court terme. De plus, le degré de concentration de l'actionnariat, qui est généralement la variable proxy utilisée pour mesurer le pouvoir et le degré de contrôle exercés par l'actionnariat sur le management, varie fortement d'un pays à l'autre (La Porta et al. 1999). En outre, certains groupes d'actionnaires tels que l'Etat et les agences gouvernementales n'ayant pas leur équivalent aux Etats Unis ne sont pas pris en compte par ce type d'étude ; ce qui en limite la portée explicative et prédictive. Chen et Ho (2000) relèvent dans le même ordre d'idées le manque d'études comparatives internationales et de recherche portant sur les pays émergents dont les marchés de capitaux sont peu développés. La faiblesse des études empiriques concerne plus particulièrement l'Europe (Collin et Bengtsson, 2000) où, en dehors de pays tels que le Suède ou l'Espagne, l'influence de la structure de propriété sur les stratégies des firmes n'a quasiment jamais été abordée d'un point de vue empirique, notamment dans des pays tels que la France.

Finalement, les résultats issus des études empiriques sont difficilement généralisables et cumulables et ne permettent pas de trancher parmi les deux grands positionnements théoriques portant sur ce sujet.

2. METHODOLOGIE DE LA RECHERCHE

2.1. L'ECHANTILLON ET LA BASE DE DONNEES

L'étude réalisée porte sur les entreprises appartenant à l'indice français CAC 40. La structure actionnariale des différentes sociétés composant cet indice à la date du 1^{er} janvier 2004 a été déterminée à partir de la base de données financières américaine : *Thomson One Banker Ownership*. Soulignons que cette base nous permet d'expliquer en moyenne 53% du capital des sociétés du CAC 40, autrement dit de mettre clairement en évidence les actionnaires qui exercent potentiellement un pouvoir d'influence sur les stratégies d'entreprise. Les 47% restant correspondent à la part du flottant détenu par l'actionnariat diffus qui ne s'investit pas dans le contrôle des entreprises. Certains investisseurs détenant pourtant des fractions non négligeables du capital ne sont pas répertoriés car ils ne déclarent pas, conformément aux obligations juridiques, les déclarations de franchissement de seuil. La non déclaration de franchissement de seuil par les actionnaires concernés entraîne

systématiquement la privation des droits de vote attachés aux actions pour une durée de deux ans et donc un renoncement à l'exercice de la fonction de contrôle.

Pour présenter et discuter le profil actionnarial de chaque société du CAC 40, nous avons établi une typologie des actionnaires. Nous distinguons plus précisément quatre types d'actionnaires :

- L'actionnariat familial désigne la part du capital détenue par les familles ou les membres fondateurs de la société (participations des familles Bouygues, Michelin, Lagardère...)
- L'actionnariat étatique désigne la part du capital détenue par l'Etat (participation de l'Etat dans France Telecom, EADS, Thalès, Renault)
- Les investisseurs non financiers regroupent les participations actionnariales des entreprises dans d'autres sociétés dès lors qu'elles s'inscrivent dans une logique industrielle (type la participation d'Allianz dans AGF). On exclu de cette catégorie, les participations des entreprises du secteur financier dans des entreprises n'appartenant pas à ce secteur. En effet, il n'existe pas de logique industrielle à ce type de participation [Morin et Dupuy, 1993].
- Les investisseurs institutionnels, large catégorie d'actionnaires, regroupent à la fois les fonds de pension, les *money managers* ou gestionnaires pour compte de tiers - dont les *mutual funds*, les banques et les compagnies d'assurance - et enfin les *hedge funds*.

2.2. MESURE DE LA STRUCTURE ACTIONNAIALE

Il existe différentes méthodes de mesure et de qualification de la structure actionnariale qui s'inscrivent dans deux problématiques : le lien entre la part du capital et le degré d'influence d'une part et la nature de la typologie retenue d'autre part.

Des auteurs comme Morin (1974), Fama et Jensen (1983a) considèrent que le pouvoir est indivisible : un actionnaire – ou une coalition d'actionnaires - détient ou ne détient pas le pouvoir, c'est l'hypothèse de non-proportionnalité. Cette détention est exclusive, autrement dit si un actionnaire détient le pouvoir, aucun autre actionnaire ne peut influencer sur la direction de l'entreprise. Toutefois, ces auteurs s'accordent pour distinguer plusieurs situations de contrôles (majoritaire et relatif) qui permettent d'obtenir le pouvoir. A l'inverse, Morck et al. (1988) et La Porta et al. (2002) adoptent une approche en terme de capacité d'influence (hypothèse de proportionnalité) sur les choix stratégiques. Ils postulent que la capacité d'un actionnaire à peser sur la stratégie de l'entreprise est proportionnelle à la part de capital qu'il détient. Le pouvoir est divisible et peut être partagé entre des actionnaires concurrents.

Dans le cadre de la problématique de la typologie des actionnaires, deux courants s'opposent. Certains auteurs proposent une approche dichotomique en opposant les dirigeants (insiders) aux actionnaires (outsiders) non dirigeants (Fama et Jensen, 1983 ; Morck, Schleifer et Vishny 1988). Se plaçant dans le paradigme de la théorie de l'agence, ils cherchent à évaluer la capacité des actionnaires à définir la stratégie de la firme. D'autres auteurs testent la relation entre l'existence d'un type d'actionnaire (famille ou fonds de pension en particulier) et la stratégie des firmes (Holderness et Sheehan, 1988). A cet égard, Holderness et Sheehan (1988) montrent que si une firme est effectivement soumise au contrôle d'un type d'actionnaire particulier, celui-ci pourra lui assigner des objectifs qui sont déterminés par son type même. Ainsi ils observent que la détention majoritaire d'actions par un individu l'entraîne à s'impliquer dans le contrôle ou la direction dans 90% des cas ce qui lui permet de confondre les intérêts de l'entreprise avec les siens.

Tableau 1 : les différentes approches de la mesure de l'actionnariat

	Hypothèse de non-proportionnalité	Hypothèse de proportionnalité
Insiders / Outsiders	Jacquemin & Ghellinck [80] Fama, Jensen [83] Leech [87] Beatty & Zajac [94] Séverin [01]	Morck, Shleifer & Vishny [88] Charreaux [91] Beatty & Zajac [94] Barnhart & Rosenstein [98] Welch [03]
Type d'outsiders	Morin [74] Levin & Levin [82] Holderness & Sheehan [88] Kole & Mulherin [97]	Demsetz & Lehn [83] McConnel & Servaes [90] Charreaux [91] McConnel & Servaes [95] Carpenter, Pollock & Leary [03]

Dans le cadre de cette recherche, nous retenons l'hypothèse de non-proportionnalité. En effet, pour de nombreuses raisons tel que le coût effectif du contrôle, le manque de compétences dans l'exercice de la fonction de contrôle ou encore l'existence de dispositifs dissociant la fonction de propriété et de contrôle (tels les actions donnant lieu à un droit de vote double), certains actionnaires ne pourront ou ne tenteront pas d'influencer la décision stratégique. Pour être en mesure d'influencer les décisions stratégiques, les actionnaires devront dépasser certains seuils de détention du capital : ainsi, s'il détient plus de 50 % des actions de la société (contrôle majoritaire) ou s'il détient une minorité de blocage de 33,33 %

des actions, un actionnaire exercera le contrôle et pourra de fait imposer ses propres objectifs comme objectifs de la firme, parfois au détriment des actionnaires qualifiés de minoritaires. De manière générale, plus les actionnaires disposent d'un pourcentage élevé du capital - soit parce qu'ils ont la caractéristique d'un actionnariat majoritaire, soit par agrégation des parts des différents actionnaires minoritaires -, plus ils seront à même d'investir dans les fonctions de contrôle et d'influencer les décisions stratégiques. Ainsi, si une firme est effectivement soumise au contrôle d'un type d'actionnaire particulier, celui-ci pourra lui assigner des objectifs qui sont déterminés par son type même.

Comme il existe toujours un type d'actionnaire disposant du pouvoir d'influence sur la stratégie, soit directement par une implication au niveau de la direction, soit indirectement "en votant avec ses pieds", nous considérons comme important d'observer les différents types d'actionnaires pour rechercher s'ils possèdent une préférence en termes de politique de diversification.

Pour qualifier le pouvoir des différents types d'actionnaires, non proportionnel au pourcentage de capital détenu, nous proposons la classification suivante du contrôle :

- Le contrôle unilatéral désigne le cas où un actionnaire de type j exerce le contrôle dans l'entreprise. Plus précisément, si cet actionnaire (ou une coalition d'actionnaires de même type j) est en mesure de détenir la majorité des droits de vote en assemblée générale, alors nous affectons la valeur 1 au pouvoir de ce type j d'actionnaires.

Dès lors, nous notons $P_j = 1$ et $P_k = 0$ où k désigne tous les autres types d'actionnaires qui ne possèdent aucune capacité de contrôle

- Le contrôle partagé désigne les configurations où i types d'actionnaires se partagent la fonction de contrôle à travers une coalition.

Dans cette configuration particulière, nous notons $P_j = 1/i$ et $P_k = 0$ où i désigne les types d'actionnaires parties prenantes à la coalition et k désigne les types d'actionnaires sans capacité de contrôle

2.3. MESURE DE LA DIVERSIFICATION

Les recherches sur la diversification ont été largement influencées par les travaux de Wrigley (1970) sur la classification des stratégies. Ces travaux s'appuient sur deux dimensions de la diversification : le ratio de spécialisation (RS) d'une part, qui mesure la part des ventes de l'activité principale de l'entreprise et le ratio de relation (RR) d'autre part qui représente la part des ventes totales qui relève d'activités qui sont liées les unes aux autres. Ces deux ratios permettent à Wrigley de définir quatre stratégies types : les firmes à activité

unique ($RS > 95 \%$), les firmes à activité dominante ($70 \% < RS < 95 \%$), les firmes à activités reliées ($RS < 70 \%$ et $RR > 70 \%$) et les firmes à activités non reliées ($RS < 70 \%$ et $RR < 70 \%$). Cette classification a été par la suite raffinée par Rumelt (1974) et a servi de base à de nombreuses recherches dans le domaine du management stratégique. Notre recherche utilisera cette classification qui permet une appréciation des synergies entre les différentes activités constituant le portefeuille de l'entreprise.

2.4. LES HYPOTHESES DE LA RECHERCHE

Les différents tests réalisés reposent sur les hypothèses suivantes qui testent le lien entre la structure de l'actionariat et le type et niveau de diversification des entreprises.

Si la diversification reliée permet de réduire des risques, elle doit permettre à l'entreprise d'alimenter sa croissance et d'améliorer son niveau de rentabilité par la mise en œuvre de synergies. Dès lors, on peut considérer que les actionnaires et dirigeants adhèrent aux stratégies de diversification reliée dans la mesure où elles leur permettent de réaliser leurs objectifs respectifs : création de valeur actionnariale et croissance de la firme.

H₁ : la diversification reliée est indépendante du type d'actionnaire qui détient le pouvoir.

Par contre, le choix des stratégies de diversification non reliée est dépendant du type d'actionnaires. En premier lieu, lorsque la famille ou les membres fondateurs investissent une grande part de leur patrimoine personnel dans l'entreprise, les stratégies de diversification non reliée vont leur permettre de réduire leur risque par des investissements dans des activités dont les risques spécifiques ont des origines différentes.

H₂ : plus le pouvoir de la famille est important, plus le niveau de diversification non relié est élevé.

Selon la thèse institutionnaliste, le contexte institutionnel (et notamment le rôle de l'Etat) exerce une influence sur les stratégies des entreprises. Ainsi, les politiques américaines *anti-trust* visant à lutter contre le risque d'abus de position dominante ont favorisé les stratégies de diversification des entreprises et le relâchement de ces politiques s'est au contraire traduit par une politique de recentrage des activités. De la même manière, l'Etat français actionnaire a limité la diversification des entreprises de manière à exercer un meilleur contrôle de leur activité et à assurer une spécialisation des compétences et des ressources.

H₃ : plus le pouvoir de l'Etat est important, plus le niveau de diversification non reliée est faible.

Lorsqu'une entreprise est détenue par une autre entreprise, dans une logique industrielle, cette dernière a tout intérêt à spécialiser sa filiale afin de limiter son risque au

risque d'une seule activité. Ceci lui permet, notamment, d'éviter, si elle ne le souhaite pas, d'avoir à utiliser le capital investi dans une activité pour renflouer une autre activité.

H₄ : plus le pouvoir des investisseurs non financiers – entreprises actionnaires - est important, plus le niveau de diversification non reliée est faible

On peut enfin considérer que les investisseurs institutionnels ont des comportements conformes à la théorie financière du MEDAF. Rappelons que, selon cette théorie, l'investisseur gérant un portefeuille sur les marchés financiers a tout intérêt à minimiser son risque spécifique par un portefeuille de placements diversifié dans des secteurs variés plutôt qu'à investir dans des entreprises qui ont elles-mêmes fortement diversifié leurs actifs. Pour ce type d'investisseur, les entreprises ne doivent donc pas s'engager dans des programmes de diversification de leur portefeuille d'activités si ces stratégies ont pour objectif unique de réduire leur exposition au risque.

H₅ : plus le pouvoir des Investisseurs Institutionnels est important, plus le niveau de diversification non reliée est faible

3. ANALYSE DES DONNEES ET RESULTATS

Afin d'évaluer, sur notre échantillon, les liens existant entre la répartition du pouvoir entre les différents types d'actionnaires et les stratégies de diversification, nous avons procédé à deux types d'analyses statistiques complémentaires :

- Des analyses de régression entre les trois types de diversification et les variables exprimant le pouvoir des différents types d'actionnaires ;
- Une analyse typologique qui permet d'identifier des stratégies types en matière de diversification et ensuite de mesurer l'homogénéité des groupes obtenus en terme de répartition du pouvoir.

3.1. ANALYSES DE REGRESSION

Toutes les hypothèses que nous avons émises sont centrées sur l'impact du pouvoir respectif des différents types d'actionnaires sur les niveaux de diversification. En d'autres termes, nous cherchons à expliquer le niveau de spécialisation, de diversification reliée et de diversification non reliée par le niveau de pouvoir des familles, de l'état et des investisseurs non financiers et institutionnels.

Dans cette perspective, l'analyse de régression multiple est l'analyse statistique adaptée. Dans la mesure où nous avons mesuré trois indicateurs de la stratégie de diversification de chaque entreprise, trois modèles ont été testés.

Les variables indépendantes sont les mêmes pour chacun des trois modèles : pouvoir des familles, pouvoir de l'état, pouvoir des investisseurs non financiers, pouvoir managérial. Les trois modèles se distinguent par la variable dépendante : part de l'activité principale, part des activités reliées, part des activités non reliées.

Le tableau ci-dessous synthétise les résultats obtenus :

	Variable dépendante	R2	F test Anova	β famille	β état	β I.I.
Modèle 1	Part de l'activité principale	,016	,199 (p = .897 : ns)	,122 (ns)	,098 (ns)	,026 (ns)
Modèle 2	Part des activités reliées	,026	,325 (p = .807 : ns)	-,157 (ns)	,002 (ns)	,01 (ns)
Modèle 3	Part des activités non reliées	,02	,241 (p = .867 : ns)	,052 (ns)	-,116 (ns)	- ,042 (ns)

Tableau 2 : Caractéristiques des modèles de régression

Dans les différents modèles, la variable « investisseurs non financiers » a été éliminée en raison de son faible pouvoir explicatif : la variance de cette variable est en quasi-totalité expliquée par les autres variables indépendantes. Cela explique pourquoi elle n'apparaît pas dans le tableau ci-dessus.

Les coefficients de détermination multiples (R carrés), qui mesurent l'intensité de la relation globale entre les variables sont voisins de zéro dans les trois modèles testés. Les tests de Fisher ne sont pas significatifs : on ne peut donc pas rejeter l'hypothèse nulle selon laquelle les R2 seraient nuls.

Pour mesurer l'impact respectif des différentes variables explicatives, on peut calculer, pour chaque variable, le coefficient β qui est le coefficient de régression partiel standardisé. Un test t permet de mesurer le degré de signification des différents β . Le tableau 2 montre que les différents coefficients sont faibles, aucun n'étant significatif.

Ainsi, au-delà de la faiblesse globale des trois modèles, aucune des variables indépendantes n'a un pouvoir d'explication significatif sur les différents indicateurs de la diversification.

Il apparaît donc que les niveaux de spécialisation, de diversification reliée et de diversification non reliée ne peuvent être expliqués par le niveau de contrôle de chaque type d'actionnaire.

3.2. ANALYSE TYPOLOGIQUE :

L'analyse précédente se focalise sur chacune des trois variables choisies pour mesurer la diversification. La stratégie de diversification des entreprises doit également être appréhendée par la combinaison de ces choix sur les trois variables. En effet, le profil de diversification de chaque entreprise dépend de la répartition de ses activités entre activité principale, activités ayant des synergies fortes avec cette activité principale et activités éloignées du cœur de métier.

Il est donc pertinent, pour compléter l'analyse de régression, d'identifier des stratégies types de diversification et de mesurer la cohérence interne des groupes obtenus en terme de pouvoir actionnarial. Dans l'hypothèse globale d'une influence des actionnaires sur la stratégie, on s'attend à rencontrer, dans chaque groupe obtenu, des profils d'entreprise différents en matière de pouvoir actionnarial.

Il n'existe pas de mesure permettant d'apprécier la qualité d'une classification. Un des seuls recours est l'utilisation de plusieurs méthodes et l'appréciation de la convergence des résultats obtenus (Chandon et Pinson, 1980, p. 197 ; Malhotra, 2004, p.556) Deux méthodes utilisant des algorithmes différents ont été utilisées pour identifier les stratégies types de diversification : la méthode des nuées dynamiques d'une part et la méthode de classification hiérarchique ascendante d'autre part.

Pour la méthode des nuées dynamiques, nous avons choisi une classification en trois groupes qui donne une vision claire des stratégies avec des effectifs suffisamment importants dans chaque groupe ¹¹. L'allure du dendrogramme de la classification hiérarchique confirme la pertinence d'une classification en trois groupes (voir annexe A)

Les deux méthodes classent les entreprises exactement de la même façon, ce qui permet de penser que la qualité de la classification est bonne.

La méthode des nuées dynamiques permet de donner la valeur du centre de chaque classe (entreprise type) sur les variables de diversification.

	Classe 1	Classe 2	Classe 3
Effectif	13	16	11
Ratio de spécialisation	54.99 %	50.8 %	94.51 %
Ratio de diversification reliée.	5.6 %	46.94 %	.93 %
Ratio de diversification non reliée	39.41 %	2.26 %	4.56 %

Tableau 3 : Analyse typologique

¹¹ Dans une classification en quatre groupes, deux d'entre eux ont des effectifs faibles (cinq et neuf entreprises)

Les différences entre les trois stratégies apparaissent très nettement et recourent les catégories identifiées par Wrigley (1970). Le groupe 1 est constitué d'entreprises qui développent une diversification non reliée, celles du groupe 2 une diversification reliée et finalement, les entreprises du groupe 3 ont une stratégie de type « activité unique ».

Le test de Kruskal Wallis (version non paramétrique du test d'analyse de la variance) permet de mesurer l'homogénéité de chaque groupe obtenu sur des variables différentes de celles qui ont servi à la classification. Nous avons ici testé cette homogénéité sur les variables mesurant le pouvoir de chaque type d'actionnaire.

	Familles	Etat	Investisseurs non financiers	Investisseurs Institutionnels
Khi-deux	1,707	.663	.873	1.348
Signification asymptotique	.426	.718	.646	.510

Tableau 4 : Test de Kruskal Wallis

Le test n'est significatif pour aucune de ces variables. Ainsi, on ne peut prédire l'appartenance à un groupe par la nature du contrôle de l'entreprise. Ce dernier résultat va dans le même sens et complète ceux de la régression.

Les quatre dernières hypothèses sont donc invalidées. Sur notre échantillon, le niveau de diversification non reliée n'est pas influencé par la structure du pouvoir de l'entreprise. En revanche, comme nous l'avions anticipé (hypothèse 1), le niveau de diversification reliée est indépendant de la structure de pouvoir.

CONCLUSION

Les différents tests proposés valident tous un même résultat : le pouvoir d'influence des différents types d'actionnaires n'a pas d'impact significatif sur les choix de diversification des entreprises étudiées. L'étude ne permet pas en particulier de valider la thèse, aujourd'hui pourtant largement médiatisée, selon laquelle la présence d'investisseurs institutionnels aurait une influence sur le mouvement de recentrage des entreprises. Le choix de la diversification serait donc davantage lié à des variables internes (compétences, ressources) ou à des variables externes (nature du secteur d'activité).

Cette recherche semble donc donner du crédit à ceux qui estiment que le pouvoir au sein des grandes entreprises est encore dans les mains des dirigeants. Comme le souligne Galbraith (2004) : « *les mythes de l'autorité de l'investisseur, de l'actionnaire administrateur, les réunions rituelles du conseil d'administration et l'assemblée générale annuelle des actionnaires continuent, mais, pour tout observateur sain d'esprit de la grande société*

anonyme moderne, la réalité est incontournable. Le pouvoir sur l'entreprise appartient à l'équipe de direction, bureaucratie qui contrôle sa tâche et sa rémunération » (p. 49).

Cela étant, la nature et la taille de l'échantillon retenu peuvent être considérées comme des limites de la recherche présentée dans cet article. La même étude devrait donc être reconduite sur les échantillons plus larges, par exemple sur les indices boursiers du SBF 120 ou du SBF 250. Cette extension permettrait en outre d'introduire dans les tests d'autres variables causales pour mesurer leur influence relative sur le niveau de diversification. Ainsi, on pourrait s'interroger sur l'incidence de variables telles la taille des entreprises, leur âge ou encore leur secteur d'activité sur les décisions de diversification des entreprises.

Nous nous sommes seulement intéressés à la décision de diversification des activités des entreprises. Un programme prometteur de recherche pourrait consister à tester le lien entre un type d'actionnaires et d'autres variables de décision stratégique, la question sous jacente étant la suivante : les actionnaires ont-ils la capacité d'influencer les décisions stratégiques des entreprises autres que celles de diversification ? Selon cette approche, on pourrait alors mesurer l'impact du pouvoir d'influence des actionnaires sur les décisions de croissance des entreprises : les actionnaires ont-ils le pouvoir de contraindre les entreprises à adopter des stratégies particulières d'internationalisation ? Quel type de stratégie d'intégration peuvent-ils induire ? Favorisent-ils le recours à des modalités spécifiques de croissance type croissance externe ou alliances ? Pour mesurer l'influence du pouvoir actionnarial sur ces décisions de croissance des entreprises, la méthodologie développée dans cet article pourrait être à nouveau mobilisée.

REFERENCES :

- Amihud Y., Lev B. (1981), Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers, *Belle Journal of Economics*, vol.12, 605-617.
- Amihud Y., Lev B. (1999), Does corporate ownership structure affect its strategy towards diversification ?, *Strategic Management Journal*, vol.20, 1063-1069.
- Anderson R.C., Bates T.W., Bizjak J., Lemmon M.L. (2000), Corporate Governance and firm diversification, *Financial Management*, vol. 21, 5-22.
- Barkema H.G., Gomez-Mejia L.R. (1998), Managerial compensation and firm performance: a general research framework, *Academic of Management Journal*, vol. 41, n°2, 135-145.
- Barnhart S.W., Rosenstein S. (1998), Board composition, managerial ownership and firm performance: an empirical analysis, *The Financial Review*, vol. 33, 1-16.
- Batsh L. (2002), *Le capitalisme financier*, Editions La Découverte, Collection Repères.
- Beatty R.P., Zajac E.J. (1994), Managerial incentives, monitoring and risk bearing: a study of executive compensation, ownership and board structure in initial public offerings, *Administrative Science Quarterly*, vol. 39, 313-335.
- Berger P.G., Ofek E. (1995), Diversification's effect on firm value, *Journal of Financial Economics*, vol. 37, 39-65.
- Berle A.A., Means G. (1932), *The Modern Corporation and private Property*, New York, Mac Millan, 2^{ème} édition 1956.
- Blair M. (1995), *Ownership and Control. Rethinking Corporate Governance for the Twenty First Century*, Washington DC, The Brookings Institution.
- Carpenter M.A., Pollock T.G., Leavy M.M. (2003), Testing a model of reasoned risk-taking : governance, the experience of principals and agents and global strategy in high-technology IPO firms, *Strategic Management Journal*, vol. 24, 803-820.
- Chandon J.L., Pinson S. (1980), *Analyse typologique : théories et applications*, Editions Mason.
- Charreaux G. (1991), Structure des droits de propriété, relation d'agence et performance financière, *Revue Economique*, vol. 42, n°3, 521-552.
- Charreaux G. (1997), *Le gouvernement des entreprises. Théories et faits*, Collection Economica.
- Chen S.S., Ho K.W. (2000), Corporate diversification, ownership structure and firm value. The Singapore Evidence, *International Review of Financial Analysis*, vol. 9, 315-326.

Collin S.O., Bengtsson L. (2000), Corporate governance and strategy: a test of the association between governance structures and diversification on Swedish data, *Corporate Governance*, vol. 8, n°2, 154-165.

De Miguel A., Pindado J., De la Torre C. (2004), Ownership structure and firm value : new evidence from Spain, *Strategic Management Journal*, vol. 25, 1199-1207.

David P., Kochhar R., Levitas E. (1998), The effect of institutional investors on the level and mix of CEO compensation, *Academy of Management Journal*, vol. 41, 200-208.

Denis D.J., Denis D.K., Sarin A. (1997), Agency problems, equity ownership and corporate diversification, *Journal of Finance*, vol. 52, 135-160.

Denis D.J., Denis D.K., Sarin A. (1999), Agency theory and the influence of equity ownership structure on corporate diversification strategies, *Strategic Management Journal*, vol. 20, 1071-1076.

Denis D.J., Denis D.K., Yost K. (2002), Global diversification, industrial diversification and firm value, *Journal of Finance*, vol. 57, 1951-1979.

Demsetz H. (1983), The structure of ownership and the theory of the firm, *Journal of Law and Economics*, vol. 26, 375-390.

Fama E., Jensen M. (1983), Separation of ownership and control, *Journal of Law and Economics*, vol. 26, 301-325.

Jacquemin A., de Ghellinck E. (1980), Familial control, size and performance in the largest French Firms, *European Economic Review*, vol. 13, 81-91.

Jensen M. (1986), Agency costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, *American Economic Review*, vol. 76, 323-329.

Galbraith J.K. (2004), *Les mensonges de l'économie*, Editions Grasset.

Hill C., Snell S. (1989), Effects of ownership structure and control on corporate productivity, *Academy of Management Journal*, vol. 32, 25-46.

Hill C., Snell S. (1998), External control, corporate strategy and firm performance in research-intensive industries, *Strategic Management Journal*, 9:6, 577-590.

Jensen M., Meckling W. (1976), Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, 305-360.

Khanna T., Palepu K. (2000), The future of business groups in emerging markets: long run evidence from Chile, *Academy of Management Journal*, vol. 43, n°3, 268-285.

Kole S., Mulherin H. (1997), The government as shareholder, a case from United States, *Journal of Law and Economics*, vol. 40, 1-22.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. (1998), Corporate Ownership around the world, *Journal of Finance*, vol. 54, 471-517.

Lane P.J., Cannella A.A., Lubatkin M., (1999), Ownership structure and corporate strategy: one question viewed from two different worlds, *Strategic Management Journal*, vol. 20, 1077-1086.

Leech D. (1987), Corporate ownership and control: a new look at the evidence of Berle and Means, *Oxford Economic Papers*, vol. 29, 534-551.

Levin S.G., Levin S.L. (1982), Ownership and control of large industrial firms: some evidence, *Review of Business and Economic Research*, spring, 37-49.

L'Hélias S. (1997), *Le retour de l'actionnaire*, Gualino Editeur.

Lloyd W.P., Hand J.H., Modani N.K. (1997), The effect of the degree of ownership control on firm diversification, market value and merger activity, *Journal of Business Research*, vol.15, 303-312.

McConnel J.J., Servaes H. (1990), Equity ownership and the two faces of debt, *Journal of Financial Economics*, vol. 39, 131-157.

McConnel J.J., Servaes H. (1995), Additional evidence on equity ownership and corporate value, *Journal of Financial Economics*, vol. 27, 595-612.

Malhotra N. (2004), *Etudes Marketing avec SPSS*, Pearson Education.

May D.O. (1995), Do managerial motives influence firm risk reduction strategies ?, *Journal of Finance*, vol. 50, 1291-1308.

Morin F. (1994), Liaisons financières et coopération des acteurs-systèmes, *Revue Economique*, 45 :6, 1459-1470.

Morck R., Shleifer A., Vischny R.W. (1988), Management Ownership and Market Valuation, *Journal of Financial Economics*, vol. 20, 293-315.

Palmer J.P. (1973), The profit performance effect on the separation of ownership from control in large industrial corporation, *Bell Journal of Economics*, vol. 4, 293-303.

Ramanujam, Vasudevan, Varadarajan. (1989), Research on Corporate Diversification: A synthesis, *Strategic Management Journal*, 10:6, 523-552.

Ramaswamy K., Li M., Veliyath R. (2002), Variation in ownership behaviour and propensity to diversify: a study of the Indian context, *Strategic management Journal*, vol. 23, 345-358.

Rumelt (1974), *Strategy, structure and economic performance*, Harvard Business School, Boston, MA.

Sanders A., Strock E., Travlos N G. (1990), Ownership structure, deregulation and bank risk taking, *Journal of Finance*, vol. 45, 643-654.

Séverin E. (2001), Ownership structure and the performance of firms : evidence from France, *European Journal of Economics and Social Systems*, 15:2, 85-107.

Sharpe W.P. (1964), Capital Asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk, *Journal of Finance*, 19:3, 425-442.

Shleifer A, Vishny R. (1986), Large shareholders and corporate control, *Journal of Political Economy* , vol. 94, 461-488.

Shleifer A., Vishny R. (1997), A survey of corporate governance, *Journal of Finance*, vol. 52, 737-783.

Singh M., Mathur I., Gleason K.C. (2004), Governance and Performance Implications of Diversification Strategies: Evidence from large US Firms, *The Financial Review*, 39:4, 489-526.

Welch E. (2003), The relationship between ownership structure and performance in listed Australian Companies, *Australian Journal of Management*, 28:3, 287-304.

Wrigley (1970), *Divisional autonomy and diversification*, DBA dissertation, Harvard University.

