

*Performance risque-rentabilité, mode de diversification  
et profils stratégiques*

**Frantz MAURER**

Maître de Conférences

Université Montesquieu-Bordeaux IV – CREF

maurer@montesquieu.u-bordeaux.fr

**Mots-clés :** Mode de diversification, rentabilité, risque, profil d'entreprise, analyse typologique, efficacité

Xième Conférence de l'Association Internationale de Management Stratégique  
13-14-15 juin 2001



Faculté des Sciences de l'administration  
Université Laval  
Québec



**Résumé.** A partir d'un échantillon de 42 entreprises industrielles Françaises diversifiées, cet article analyse la relation entre la performance risque-rentabilité et le mode de diversification (lié versus non lié). La performance "efficiente" ayant été définie comme la réalisation conjointe d'une rentabilité élevée et d'un niveau de risque faible, quatre groupes risque-rentabilité homogènes sont formés en utilisant des méthodes de classification hiérarchique (Ward) et non hiérarchique (K-means). Les résultats indiquent que les firmes engagées dans une stratégie d'activités non liées génèrent une rentabilité moyenne plus élevée et un risque moyen plus faible que celles poursuivant une stratégie liée. Cependant, la répartition équivalente des firmes diversifiées liées entre les groupes efficaces et inefficaces suggère que si la diversification non liée semble plus favorable que la stratégie liée à la réalisation d'une performance risque-rentabilité efficace, elle n'en est pas pour autant la garantie absolue. Afin d'établir une différence à caractère stratégique entre les groupes risque-rentabilité, sept variables exploratoires, en rapport avec les caractéristiques spécifiques de la firme et celles de son industrie d'appartenance, sont ensuite mesurées au niveau des groupes. Deux profils stratégiques particulièrement dissemblables sont alors isolés. L'un correspond à des "firmes leaders présentes dans des industries attractives et détenant une position stratégique dominante". L'autre correspond à des "firmes vulnérables en position stratégique défensive".

**Mots clés.** Mode de diversification, rentabilité, risque, profil d'entreprise, analyse typologique, efficacité.

## Introduction

Bien que la relation diversification-performance soit probablement le thème le plus étudié dans la recherche en management stratégique, Palich et al. (2000) considèrent qu'il n'a pas encore atteint le stade de la maturité. Malgré un volume impressionnant d'études menées sur le sujet, ces auteurs observent en effet qu'il n'y a toujours pas de consensus empirique concernant l'association entre le niveau et/ou le mode de diversification et la performance de la firme.

A la suite de Bowman (1980), de nombreux travaux ont tenté de déterminer quelle stratégie de diversification permettait à la firme de réaliser la meilleure performance risque-rentabilité. Bettis et Hall (1982) ont ainsi pu montrer que la diversification liée en chaîne permettait simultanément de réduire le risque et d'augmenter la rentabilité. Bettis et Mahajan (1985) ont confirmé ces premiers résultats en observant qu'il était très difficile d'obtenir une performance risque-rentabilité favorable dans le cadre de la diversification non liée. Amit et Livnat (1988) parviennent à des conclusions opposées en démontrant que les firmes étudiées ne parviennent pas simultanément à accroître leur rentabilité et réduire leur risque, suggérant qu'il n'y a pas de stratégie de diversification "optimale".

L'influence spécifique de l'industrie d'appartenance est un facteur souvent mis en avant pour expliquer le manque d'homogénéité de l'effet de la diversification sur la performance risque-rentabilité de la firme. Selon Chang et Thomas (1989), ce qui est véritablement important, c'est de choisir les bonnes industries et d'être compétitif au sein de celles-ci. La diversification *per se* ne modifie pas le profil risque-rentabilité de la firme. En outre, une stratégie de diversification exclusivement domestique, qu'elle soit liée ou non liée, permet très difficilement de réaliser une performance risque-rentabilité favorable, dès lors que les effets de la diversification internationale sont contrôlés (Kim et al., 1993). Les résultats de ces études, pour intéressants qu'ils soient, ne permettent pas semble-t-il d'établir une relation toujours significative entre performance risque-rentabilité et mode de diversification.

Ce papier s'inscrit dans le courant de recherche consacré à l'analyse de la relation entre la stratégie de diversification et l'efficience mesurée en termes de la combinaison entre le risque et le rendement. A partir d'un échantillon de 42 entreprises industrielles françaises cotées, l'objectif est de vérifier si le mode lié/non lié de la diversification peut expliquer la réalisation conjointe d'une rentabilité élevée et d'un risque faible.

Les principaux résultats empiriques sur ce thème de recherche demeurent contradictoires et proviennent exclusivement d'échantillons composés de firmes américaines. Dans ce contexte, l'apport de cette étude se situe à plusieurs niveaux. (1) Montrer que l'influence du mode de diversification sur la performance risque-rentabilité diffère entre firmes américaines et françaises. (2) Mesurer le risque et le rendement à partir de données boursières quotidiennes intégrant la trajectoire baissière/haussière du marché financier dans l'intervalle 1986-1990. (3) Une approche stratégique du processus de diversification des entreprises industrielles françaises en recourant à une mesure catégorielle plutôt que continue.

## **1. Identification des groupes risque-rentabilité**

Sur le plan méthodologique, il s'agit traditionnellement de commencer par établir des similitudes en termes de degré et structure de diversification, pour ensuite essayer de démontrer l'existence d'une relation avec la rentabilité et parfois le risque. Une alternative méthodologique intéressante car "potentiellement plus puissante" (Bettis et Mahajan, 1985: 788) est de constituer des groupes d'entreprises dont la performance risque-rentabilité est homogène, et ensuite d'identifier des différences significatives entre eux.

Afin d'identifier les groupes risque-rentabilité nous commencerons par préciser la mesure des variables de classification sélectionnées dans le cadre de l'analyse typologique. Ensuite, la procédure de constitution adoptée pour déterminer les groupes risque-rentabilité sera justifiée. Puis, les résultats de la classification hiérarchique seront présentés. Enfin, la performance risque-rentabilité sera envisagée selon le mode de diversification (liée versus non liée), et une interprétation en termes d'efficience/inefficience sera proposée.

### **1.1. Variables de classification**

Les variables de classification utilisées sont la rentabilité boursière et le risque total associé des 42 firmes de l'échantillon. Ces deux variables ont été sélectionnées car elles sont conformes à notre objectif d'identifier des groupes risque-rentabilité, ainsi qu'à la définition de la performance efficiente adoptée dans ce papier. Précisons dès à présent que nous définissons l'efficience comme la réalisation simultanée d'un niveau de rentabilité boursière élevé et d'un niveau de risque associé faible.

Ces deux variables sont mesurées respectivement sur les quatre cycles boursiers baissiers et haussiers identifiés dans l'intervalle 1986-1990. La présentation détaillée de la modélisation

économétrique ayant permis d'extraire ces cycles dépassent très largement le cadre de ce papier. Tout juste est-il besoin de préciser ici que les quatre cycles baissiers (haussiers) extraits représentent une durée totale de 462 (586) jours de bourse effectifs<sup>1</sup>.

L'intérêt de cette période sur le plan boursier réside dans le krach du 19 octobre 1987, garantissant la présence de retournements baissiers/haussiers indiscutablement distincts. D'autre part, les résultats concernant la relation entre mode de diversification et performance risque-rentabilité, sont basés sur des périodes de cinq ans sensiblement antérieures à la nôtre. Bettis et Mahajan (1985) ont travaillé sur l'intervalle 1973-77, Chang et Thomas (1989) sur 1977-81, et Kim et al. (1993) sur 1982-86.

Les mouvements récents de recentrage des activités d'exploitation ont démontré, si besoin en était, que la diversification n'est pas un processus figé dans le temps. Il semble par conséquent utile sinon nécessaire de disposer d'études portant sur des périodes plus récentes, permettant de mieux appréhender les évolutions de la stratégie de diversification des entreprises industrielles.

La rentabilité boursière et le risque total associé d'un titre  $i$  ( $i = 1, \dots, 42$ ) sont définis respectivement par le numérateur et le dénominateur de l'indice de Sharpe (1966), soit la rentabilité du titre réalisée en excès du taux sans risque ou prime de risque et l'écart-type de ces rentabilités ou variabilité. La méthode adoptée génère ainsi une valeur baissière et une valeur haussière de la rentabilité et du risque.

Bien que disposant de fait de quatre variables de classification pour former les groupes risque-rentabilité, il nous a paru préférable de travailler avec la moyenne respective des valeurs baissière et haussière du risque et de la rentabilité, soit seulement deux variables de classification. Nous évitons ainsi d'introduire un biais statistique, dû à l'effet prédominant probable du cycle, dans la détermination des groupes risque-rentabilité (l'effet du cycle baissier/haussier pourrait masquer les différences de performance risque/rentabilité). En d'autres termes, nous ne voulons pas obtenir des groupes dont la classification se serait opérée en fonction de la nature du cycle et non des niveaux de risque et de rentabilité.

L'intérêt de travailler avec une mesure cyclique boursière de la rentabilité et du risque est double. D'une part, elle permet d'examiner les effets du mode de diversification sur des intervalles de temps réduits (i.e. le nombre de jours de bourse effectifs définissant les cycles baissiers et haussiers), contrairement à une mesure comptable ou boursière moyennée sur 5 ans.

---

<sup>1</sup> Pour une explication complète des aspects méthodologiques, voir Maurer (1999).

D'autre part, l'information cyclique n'est pas totalement absente de nos deux mesures mais seulement diminuée sous l'effet de la mise en moyenne. La performance risque-rentabilité ainsi obtenue est donc plus fine qu'une mesure traditionnelle en étant indirectement corrigée de l'effet du contexte boursier sur le cours du titre.

Enfin, il faut souligner que la performance boursière est cohérente avec la norme la plus généralement admise en matière d'objectif managérial, soit la maximisation de la richesse de l'actionnaire (Lubatkin et Shrieves, 1986). Contrairement aux taux de rentabilité comptables usuels tels que le ROA ou le ROI, pour n'en citer que deux, les taux de rentabilité boursiers correspondent à ce que les actionnaires retirent réellement de leur investissement. Or à l'exception notable d'Amit et Livnat (1988), toutes les études qui ont examiné l'effet de la diversification sur la performance risque-rentabilité ont utilisé des indicateurs comptables. Il faut néanmoins préciser que ces auteurs retiennent les flux monétaires générés par l'exploitation et leur écart-type pour former les groupes risque-rentabilité, soit des données comptables<sup>2</sup>. Dès lors, l'intérêt de définir des groupes risque-rentabilité à partir de données strictement boursière se trouvait renforcé.

## **1.2. Procédure de constitution des groupes**

Les groupes risque-rentabilité sont obtenus à partir d'une analyse typologique. Bien que l'utilisation de cette technique dans le domaine de la recherche en management stratégique ait pu être critiquée (Ketchen et Shook, 1996), une imposante majorité de la recherche empirique sur le thème des groupes stratégiques l'a employé (e.g. Cool et Dierickx, 1993; Figenbaum et Thomas, 1990; Mascarenhas, 1989; Smith et al., 1997).

La typologie vise à réduire le nombre des observations en les regroupant dans des classes (ou types) homogènes et différenciées, ce qui correspond tout à fait à notre objectif. Nous cherchons en effet à constituer des groupes de firmes tels que celles-ci soient aussi semblables que possible au sein d'un même groupe et aussi dissemblables que possible d'un groupe à l'autre, la ressemblance des firmes étant définie à partir des variables de risque et de rentabilité.

La classification hiérarchique et la méthode des nuées dynamiques sont les deux modalités principales de l'analyse typologique. La procédure de classification hiérarchique utilise un

---

<sup>2</sup> Les indicateurs boursiers de risque (risque systématique et risque total) et de rentabilité (*Market/book, equity* et *Market/book, assets*) permettent de vérifier qu'ils correspondent globalement à ce qui a été obtenu à partir des mesures comptables. Ils ne sont pas utilisés pour former les différents groupes risque-rentabilité.

algorithme qui traite chaque observation dans une classe distincte et combine les classes jusqu'à obtention d'une seule classe. Ainsi, cette méthode procède à la recherche d'une succession de sous-optimums et non à la recherche d'un optimum global (à chaque itération, on effectue le "meilleur" regroupement possible). L'examen du dendrogramme ou arbre hiérarchique indique alors le nombre de sous-ensembles à retenir, autrement dit, le nombre de groupes résultant de la classification hiérarchique.

La méthode non hiérarchique des nuées dynamiques utilise l'algorithme K-means (avec K, le nombre de groupes spécifié par l'utilisateur en début de procédure). Dans cet algorithme, les observations sont tour à tour affectées au centre de classe le plus proche. L'emplacement du centre est mis à jour après adjonction de chaque observation. Une fois toutes les observations affectées, les itérations sont réalisées jusqu'à obtention d'une solution convergente<sup>3</sup>. Il est difficile de choisir entre ces deux méthodes car aucune n'est totalement satisfaisante. La classification hiérarchique détermine ex post le nombre de groupes à retenir, mais ne permet pas de s'assurer avec rigueur du résultat obtenu. La classification non hiérarchique permet de vérifier statistiquement la validité du nombre de classes, mais on l'a soi-même fixé a priori. Puisqu'il s'agit de constituer des groupes risque-rentabilité, une simple intuition de bon sens amènerait à considérer quatre groupes distincts<sup>4</sup>:

- (i) la situation la plus favorable: risque faible-rentabilité élevée,
- (ii) la situation la plus défavorable: risque élevé-rentabilité faible,
- (iii) deux situations intermédiaires: risque élevé-rentabilité élevée et risque faible-rentabilité faible.

Cependant, plutôt que d'utiliser directement l'algorithme K-means en spécifiant  $K = 4$ , il est plus rigoureux d'identifier le nombre de groupes à partir d'une analyse hiérarchique, et de procéder ensuite à une analyse K-means où la valeur de K est donnée par l'étape précédente (Hair et al., 1992).

### **1.3. Résultats de la classification hiérarchique**

---

<sup>3</sup> Il faut signaler que ce type de méthode suit une stratégie heuristique. Autrement dit, l'algorithme permet de trouver une "bonne" solution, sans que l'on puisse démontrer qu'il s'agit de la meilleure solution possible.

<sup>4</sup> Pour simplifier, on n'envisagera pas un niveau "moyen" de rentabilité ni un niveau "moyen" de risque.

Nous avons opté pour la méthode hiérarchique de Ward avec le carré de la distance Euclidienne comme mesure de la proximité entre objets, car ce sont les modalités les plus fréquemment utilisées dans la recherche en stratégie (Ketchen et Shook, 1996).

L'analyse hiérarchique porte sur un échantillon de 42 entreprises industrielles Françaises cotées au Règlement mensuel sur la période 1986-1990. L'examen de l'arbre hiérarchique (Annexe 1) indique que les solutions à 3, 4 et 5 groupes sont envisageables puisqu'elles surviennent avant que les distances auxquelles les groupes sont combinés deviennent trop importantes.

Pour choisir entre ces trois possibilités, trois règles de décision ont été utilisées: (i) les groupes retenus doivent être interprétables en termes de performance risque-rentabilité, (ii) les effectifs des groupes ne doivent pas être trop déséquilibrés, et (iii) une solution comprenant un groupe dont l'effectif est inférieur à 10% de l'échantillon est rejetée.

La solution à 3 groupes est écartée d'emblée car elle génère un groupe contenant 21 observations, soit 50% de l'échantillon. Le critère (ii) d'équilibre n'est donc pas validé. Pour décider entre les deux solutions restantes, nous avons utilisé les moyennes des deux variables de classification pour les différents groupes (Tableau 1).

La solution à 4 groupes contient 2 moyennes similaires pour la variable risque (RISK) et aucune pour la variable rentabilité (RENT). Par contre, la solution à 5 groupes contient 2 moyennes semblables pour la variable rentabilité et 3 pour la variable risque. Les moyennes des deux variables de classification étant plus différenciées dans le premier cas que dans le second, la solution à 4 groupes permet de mieux valider le critère (i) d'interprétabilité. C'est donc cette solution qui a été retenue.

**Tableau 1. Moyennes des groupes risque/rentabilité**

Solution à 4 groupes				Solution à 5 groupes			
Moyennes				Moyennes			
	N	RISK	RENT		N	RISK	RENT
G <sub>1</sub>	10	0.2200	0.8561	G <sub>1</sub>	5	0.1976	0.5231
G <sub>2</sub>	11	0.2500	0.2686	G <sub>2</sub>	5	0.2423	1.1890
G <sub>3</sub>	15	0.2359	- 0.5496	G <sub>3</sub>	11	0.2500	0.2686
G <sub>4</sub>	6	0.3339	0.4642	G <sub>4</sub>	15	0.2359	- 0.5496
				G <sub>5</sub>	6	0.3339	0.4642
Echantillon	42	0.2498	0.1442	Echantillon	42	0.2498	0.1442

L'analyse hiérarchique indique que la solution la plus satisfaisante est de retenir 4 groupes lors d'une analyse non hiérarchique, et confirme de ce fait notre première intuition. La méthode hiérarchique de Ward utilisée ici présente l'avantage de retenir les groupes qui maximisent la variance intergroupes. Mais l'inconvénient majeur de ce type d'agrégation est de chercher à regrouper les classes au maximum, alors qu'il pourrait exister des classes plus fines. Ce n'est pas le cas de l'algorithme K-means dont la procédure de ré-allocation sélectionne les centres de classes (ou centres de gravité) initiaux et les affine de façon interactive. C'est la raison pour laquelle il était préférable d'apprécier la performance risque-rentabilité à partir des groupes générés par une analyse non hiérarchique.

#### **1.4. Performance risque-rentabilité et mode de diversification**

Le mode lié/non lié de la diversification est apprécié à partir de la mesure catégorielle développée par Rumelt (1982). Contrairement aux mesures continues basées sur les codes SIC, l'approche de Rumelt utilise sept catégories distinctes, et non pas un indice unique, pour décrire la stratégie de diversification de la firme. Cette méthodologie s'articule autour du concept d'activité discrète. C'est en effet le ratio de spécialisation, défini comme le pourcentage des ventes totales de la firme réalisé par l'activité discrète la plus importante, qui sert de variable de classification dans l'une des quatre catégories majeures de diversification (activité unique, activité dominante, activités liées, activités non liées). Toute la difficulté réside bien entendu dans l'identification précise des activités discrètes<sup>5</sup>.

On reproche traditionnellement à l'approche catégorielle de la diversification l'intervention excessive du jugement du chercheur dans la procédure de classification. Cela étant, si les mesures continues sont dites objectives car reposant sur les codes SIC, elles ne permettent pas de saisir le schéma de liaison entre activités. Occultant la dimension stratégique de la diversification, et donc le profil stratégique de la firme, ces mesures donneraient une image déformée car incomplète du schéma de diversification de la firme (Keats, 1990).

Dans le cadre de ce papier, ce n'est pas le degré de liaison entre activités que l'on cherche à estimer (terrain privilégié des mesures continues), mais bien la nature de la liaison entre les

---

<sup>5</sup> Afin d'isoler les activités discrètes d'une firme, Rumelt propose d'évaluer l'impact potentiel de trois décisions stratégiques: (i) se désengager totalement de l'activité produit-marché concernée, ou à l'inverse accroître considérablement son importance relative, (ii) employer une technologie ou un processus de production différent, utiliser de nouvelles matières premières, et (iii) modifier de façon significative le prix, la qualité ou les services associés au produit.

activités de la firme, c'est-à-dire son mode de diversification. D'autre part, il faut rappeler que de nombreuses études empiriques ont montré sans ambiguïté la convergence des deux principales techniques de mesure de la diversification (e.g. Chatterjee et Blocher, 1992; Hoskisson et al., 1993). Ainsi, les indices continus et la méthode catégorielle seraient des substituts très acceptables pour mesurer la diversification de la firme.

Afin de tenir compte du schéma de liaison entre activités de la firme, nous avons conservé la distinction entre diversification liée contrainte et diversification liée en chaîne. Dans le premier cas, les nouvelles activités résultant de la diversification sont toutes directement reliées à une compétence centrale de la firme. Dans l'autre, la diversification s'est réalisée à travers de nouvelles activités liées aux anciennes, mais sans s'organiser en faisceau autour d'une compétence centrale de la firme<sup>6</sup>.

L'analyse de la performance risque-rentabilité selon le mode de diversification repose sur les groupes générés par la procédure K-means, avec K fixé à quatre (Tableau 2). Les groupes risque-rentabilité ainsi formés sont ensuite interprétés en termes d'efficience/inefficience.

**Tableau 2. Groupes risque-rentabilité générés par la procédure K-means**

	N	Mode de diversification <sup>a,b</sup>			Moyennes	
		Activités liées contraintes (n = 22)	Activités liées en chaîne (n = 9)	Activités non liées (n = 11)	RENT	RISK
G <sub>1</sub>	12	7	3	2	- 0.0659	0.2358
G <sub>2</sub>	7	6	-	1	0.0429	0.3265
G <sub>3</sub>	6	3	1	2	0.1118	0.2388
G <sub>4</sub>	17	6	5	6	0.0250	0.2320
Total	42	Moyennes globales			0.0144	0.2498

<sup>a</sup>Activités liées: moyenne RENT = 0.00501; moyenne RISK = 0.2519 / Activités non liées: moyenne RENT = 0.0409; moyenne RISK = 0.2439.

<sup>b</sup>Activités liées contraintes: moyenne RENT = 0.00375; moyenne RISK = 0.2571 / Activités liées en chaîne: moyenne RENT = 0.00895; moyenne RISK = 0.2392.

Afin d'apprécier la validité globale de la classification obtenue, on peut procéder à une analyse de variance à un facteur (Tableau 3). Cependant, les observations ayant été affectées par l'algorithme K-means de façon à maximiser la distance entre les classes, les résultats du Tableau 3 sont uniquement descriptifs. Ils ne peuvent donc pas être interprétés comme un test d'hypothèse

<sup>6</sup> Pour une présentation détaillée de la distinction entre diversification liée contrainte et liée en chaîne, on consultera Montgomery (1982).

nulle d'égalité des moyennes entre les groupes. Néanmoins, on observe que pour les deux variables d'agrégation, la variabilité intra-groupe est plus faible que la variabilité intergroupes. En d'autres termes, les firmes appartenant au même groupe présentent une performance risque/rentabilité très similaire, et cette performance diffère très sensiblement d'un groupe à l'autre.

**Tableau 3. Analyse de variance pour les variables de classification**

	Variance intergroupes	Variance intra-groupe	F	Prob.
RENT	0.0473	0.00147	32.10	0.000
RISK	0.0165	0.00052	31.55	0.000

Prob. = 0.000 indique que le seuil de signification est strictement inférieur à 0.0005

Outre la vérification des différences existant entre moyennes des groupes risque-rentabilité, il est intéressant de déterminer quelles moyennes diffèrent. Les tests d'intervalle post hoc permettent d'identifier les sous-groupes homogènes de moyennes qui ne diffèrent pas les uns des autres, et sont donc fréquemment employés à cet effet. Le test de Duncan utilise la statistique d'intervalle studentisée et effectue toutes les comparaisons de moyennes deux à deux en suivant un ordre pas à pas. Les résultats de ce test sont présentés dans le tableau 4 où figurent les paires de moyennes de groupes significativement différentes des autres au seuil de 5%.

**Tableau 4. Test de Duncan**

	Paires de moyenne des groupes <sup>a</sup>				
RENT	(G <sub>1</sub> , G <sub>4</sub> )	(G <sub>1</sub> , G <sub>2</sub> )	(G <sub>1</sub> , G <sub>3</sub> )	(G <sub>3</sub> , G <sub>4</sub> )	(G <sub>3</sub> , G <sub>2</sub> )
RISK	(G <sub>2</sub> , G <sub>4</sub> )	(G <sub>2</sub> , G <sub>1</sub> )	(G <sub>2</sub> , G <sub>3</sub> )		

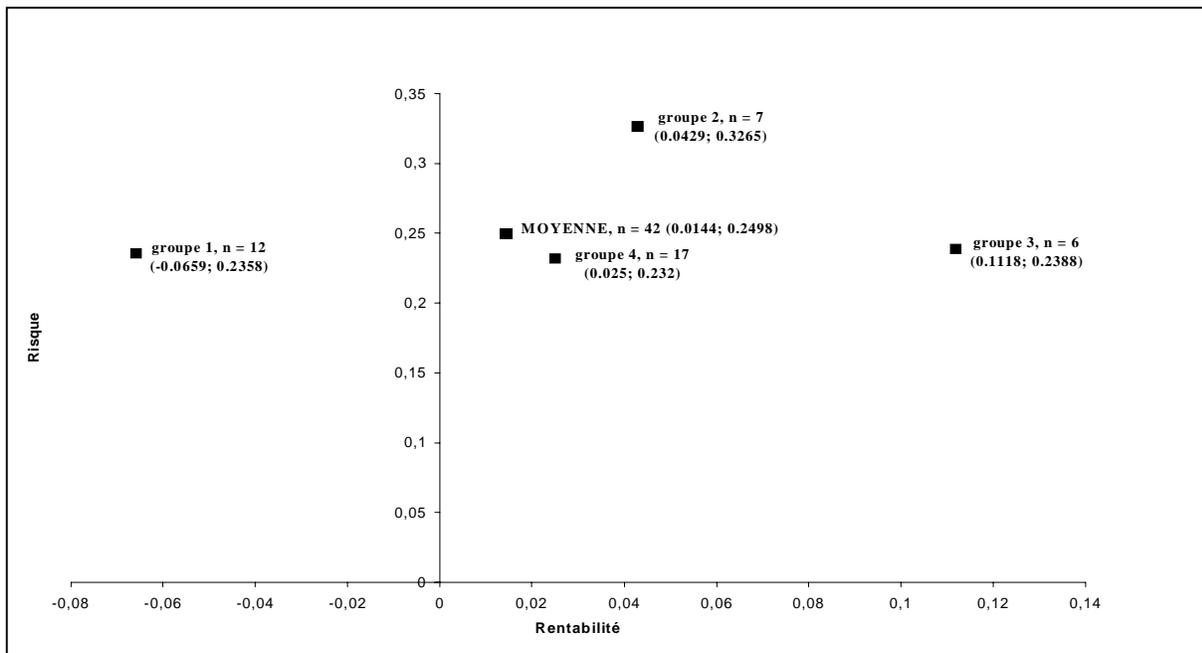
<sup>a</sup>Seules sont indiquées les paires de moyennes significativement différentes des autres au seuil de 5%. Celles qui ne figurent pas dans ce tableau ne sont donc pas significativement différentes des autres au seuil de 5%.

Les résultats du tableau 4 indiquent que pour la variable de rentabilité boursière (RENT), les moyennes des groupes G<sub>1</sub> et G<sub>3</sub> sont significativement différentes des trois autres au seuil de 5%. Autrement dit, il n'y a pas de différence significative au seuil de 5% entre les moyennes des groupes G<sub>2</sub> et G<sub>4</sub> (on peut constater dans le tableau 2 que les valeurs de la variable RENT pour ces deux groupes sont très proches). Pour la variable de risque total (RISK), seule la moyenne du groupe G<sub>2</sub> est significativement différente des trois autres (les valeurs de la variable RISK pour les groupes G<sub>1</sub>, G<sub>3</sub> et G<sub>4</sub> sont sensiblement égales).

### 1.5. Interprétation en termes d'efficience/inefficience

Afin de faciliter l'interprétation des groupes risque-rentabilité identifiés (Tableau 2), nous les avons représentés graphiquement (Figure 1). Généralement, on décrit un type par les coordonnées de son centre de gravité, c'est-à-dire les moyennes des valeurs des variables pour tous les individus composant le type. La Figure 1 indique la position respective des groupes  $G_1, \dots, G_4$  par rapport au centre de gravité représenté par la moyenne globale (MOYENNE sur la Figure 1). Les coordonnées des groupes correspondent à leurs moyennes respectives pour les variables RENT (rentabilité boursière) et RISK (risque total) du Tableau 2. Les coordonnées du point MOYENNE correspondent aux moyennes globales pour les variables RENT et RISK du Tableau 2.

**Figure 1. Carte des groupes risque-rentabilité**



Les résultats du test de Duncan (Tableau 4) et la carte des groupes (Figure 1) sont utilisés conjointement pour interpréter les groupes risque-rentabilité en termes d'efficience/inefficience. Rappelons que nous avons défini l'efficience comme la réalisation simultanée d'un niveau de rentabilité boursière élevé et d'un niveau de risque associé faible. Les groupes risque-rentabilité efficaces/inefficaces que nous obtenons sont présentés dans le Tableau 5.

**Tableau 5. Groupes risque-rentabilité efficaces/inefficaces**

Profils risque-rentabilité <sup>a</sup>	Décision
---	----------

	RISQUE	RENTABILITE	
G <sub>1</sub>	intermédiaire (-)	faible	inefficient
G <sub>2</sub>	élevé	Intermédiaire (+)	inefficient
G <sub>3</sub>	intermédiaire (-)	forte	efficent
G <sub>4</sub>	intermédiaire (-)	intermédiaire (+)	efficent

<sup>a</sup> intermédiaire (-) correspond à un niveau très peu inférieur au niveau moyen global;  
intermédiaire (+) correspond à un niveau très peu supérieur au niveau moyen global.

Le groupe G<sub>4</sub> doit être considéré comme efficient relativement aux deux groupes inefficients. Dans l'absolu, il faudrait conclure que sa position est intermédiaire, entre efficient et inefficient, comme son profil risque-rentabilité l'indique. Cependant, cette position intermédiaire est plutôt favorable puisque la rentabilité réalisée est un peu supérieure à la rentabilité moyenne globale, tandis que le risque associé est un peu inférieur au risque moyen global. On peut donc considérer que ce groupe est plutôt efficient, relativement aux deux groupes inefficients. Le Tableau 6 synthétise les résultats obtenus et indique le nom des firmes composant chaque groupe efficient/inefficient.

**Tableau 6. Firmes par groupe risque-rentabilité et mode de diversification**

Mode de diversification			
	Activités liées (n = 31)		Activités non liées (n = 11)
Total = 42	contraintes (n = 22)	en chaîne (n = 9)	
Groupe 1 (n = 12) Inefficient	L'Oréal	Labo. Roger Bellon	LVMH
	Skis Rossignol	Seb	Bic
	Sagem	Beghin Say	
	Salomon		
	S.F.I.M.		
	Valéo		
Groupe 2 (n = 7) Inefficient	Hachette		
	Leroy-Somer		GTM Entrepose
	Immobilière Phénix		
	S.A.T.		
	S.G.E.	-	
Groupe 3 (n = 6) Efficient	C.S.E.E.		
	Moulinex		
	Bouygues	Gerland	De Dietrich
Groupe 4 (n = 17) Efficient	Ciments français		Saint-Louis
	Hutchinson		
	Dassault électronique	CMB Packaging	Bolloré Technologies
	Merlin-Gérin	Elf Aquitaine	Epéda-Bertrand Faure
	BSN	Essilor international	Labinal
	Lafarge-Coppée	Institut Mérieux	Matra
	Sommer-Allibert	Roussel-Uclaf	Sanofi
	Thomson-CSF		Perrier

L'analyse de la performance risque-rentabilité du mode de diversification, selon le critère d'efficience/inefficience, conduit à faire trois constats principaux. D'abord, comme l'indique le Tableau 6, différentes stratégies de diversification liée/non liée peuvent conduire à des profils risque-rentabilité similaires. Ensuite, sur les 19 firmes incluses dans les groupes inefficients, 16 soit 84% sont liées, dont 13 sont liées contraintes. Ou de façon équivalente, sur les 11 firmes non liées de l'échantillon, 8 soit 73% appartiennent aux groupes efficients. Enfin, selon le critère risque-rentabilité, la diversification non liée est globalement plus performante que la diversification liée, et en particulier que la diversification liée contrainte.

Cette dernière observation doit cependant être nuancée. En effet, le Tableau 6 indique que sur les 31 firmes liées de l'échantillon, 15 soit 48% sont incluses dans les groupes efficients, contre 16 soit 52% dans les groupes inefficients. Par conséquent, si la diversification non liée semble être plus favorable que la diversification liée à la réalisation d'une performance risque-rentabilité efficiente, elle n'en est pas pour autant la garantie absolue. De façon analogue, il est difficile de se prononcer entre diversification liée contrainte et diversification liée en chaîne. Le Tableau 6 montre en effet que sur les 31 firmes liées, 22 soit 71% sont liées contraintes, et si 13 soit 59% sont inefficientes, il y en a quand même 9 soit 41% qui sont efficients. Les 9 firmes liées en chaîne restantes se répartissent en 2/3 d'efficients pour 1/3 d'inefficientes. Le manque de clarté dans la répartition efficiente/inefficente de ces deux stratégies ne permet donc pas d'affirmer qu'il y en a une supérieure à l'autre.

En résumé, la seule conclusion raisonnable semble être qu'une performance risque-rentabilité efficiente est difficile à réaliser dans le cadre d'une stratégie de diversification liée, et que ce phénomène s'amplifie si la diversification s'opère par activités liées contraintes.

Au terme de cette première étape, quatre groupes risque-rentabilité distincts ont été identifiés et interprétés en termes d'efficience/inefficience. Cependant, la description d'un type lors d'une analyse typologique ne se limite pas forcément aux seules variables utilisées pour la classification. Il est souvent utile de recourir à des variables n'ayant pas été incluses dans la typologie, car moins directement liées au phénomène étudié, mais pouvant contribuer à la compréhension et l'interprétation des types. En d'autres termes, il s'agit de caractériser les groupes risque-rentabilité issus de l'analyse typologique à l'aide d'un ensemble de variables exploratoires.

## **2. Caractérisation des groupes efficaces/inefficaces**

Afin de caractériser les quatre groupes risque-rentabilité efficaces/inefficaces identifiés lors de l'analyse typologique, un ensemble de sept variables exploratoires a été sélectionné. Certaines correspondent à la moyenne de la variable calculée sur les phases baissières et haussières du cycle, et contiennent donc une information cyclique boursière (rentabilité et risque de l'industrie, taille de la firme et bêta du titre). D'autres n'utilisent aucune information cyclique et correspondent à la moyenne annuelle des variables sur la période 1986-1990 (taux d'investissement, de marge commerciale et levier financier de la firme). Parmi ces variables exploratoires, la structure de l'industrie a suscité un courant de recherches spécifiques visant à déterminer son influence sur la relation diversification-performance.

### **2.1. Effet de la structure de l'industrie sur la relation diversification-performance**

La littérature stratégique est riche d'études empiriques démontrant l'effet modérateur de l'industrie sur la relation diversification-performance (e.g. Robins et Wiersema, 1995 ; Tallman et Li, 1996). La plupart indiquent que la structure de l'industrie exerce sur la performance de la firme diversifiée une influence indépendante de l'effet de la diversité (e.g. Lecraw, 1984 ; Montgomery, 1985). Certains chercheurs vont même jusqu'à affirmer que les effets de l'industrie sont les principaux déterminants du succès de la firme (e.g. Schmalensee, 1985 ; Wernerfelt et Montgomery, 1988). Dès lors, il est difficile d'envisager qu'une firme puisse initier un processus de diversification sans tenir compte de la structure de marché des activités associées (Christensen et Montgomery, 1981).

En outre, le taux de croissance et la rentabilité moyenne de l'industrie ont des conséquences différentes pour les firmes diversifiées-efficaces et les firmes diversifiées-inefficaces (Wernerfelt et Montgomery, 1986). Plus précisément, les firmes efficaces caractérisées par la poursuite d'une stratégie liée reposant sur des compétences liées spécifiques, sont plus performantes que les firmes inefficaces lorsque la concurrence s'exerce dans des industries fortement rentables. D'un autre côté, les firmes diversifiées-inefficaces ont tendance à prospérer dans des environnements moins profitables. De plus, ces dernières tirent plus profit des marchés à taux de croissance élevé que les firmes diversifiées-efficaces.

La quasi-totalité des études citées précédemment tient compte de l'effet de l'industrie en incluant une ou plusieurs variables indépendantes dans un modèle de régression, ce que ne permet pas de faire l'analyse typologique mise en œuvre dans ce papier. Cependant, notre

objectif n'est pas d'évaluer explicitement l'effet modérateur de l'industrie sur la relation diversification-performance, mais de définir des profils stratégiques d'après, entre autres, les caractéristiques de rentabilité et de risque des différentes industries dans lesquelles les firmes de l'échantillon opèrent. Autrement dit, il nous suffit de savoir que tel secteur industriel est plus ou moins rentable et plus ou moins risqué que tel autre.

## **2.2. Mesure de la rentabilité et du risque de l'industrie**

Afin d'estimer la rentabilité (prime de risque) et le risque (variabilité de la prime de risque) de l'industrie, on commence par calculer une rentabilité moyenne et un risque moyen par secteur industriel durant les cycles baissiers et haussiers. Ce calcul se fait à partir de la répartition des 42 firmes de l'échantillon dans les six secteurs industriels de la codification sectorielle AFFI-SBF. On détermine ensuite un coefficient de pondération spécifique à chaque groupe risque-rentabilité identifiés. Le but est de tenir compte du poids respectif des différents secteurs industriels au sein d'un groupe particulier. Cette pondération mesure simplement le rapport entre le nombre de firmes du groupe  $g$  intervenant dans le secteur  $s$  et le nombre total de firmes du groupe  $g$  (avec  $g = 1, \dots, 4$  et  $s = 1, \dots, 6$ ). Le produit de la rentabilité (risque) moyenne (moyen) par secteur et de la pondération fournit une mesure sectorielle pondérée de ces deux variables, pour chaque firme composant chacun des quatre groupes risque-rentabilité. En calculant la moyenne de ces mesures individuelles, on obtient les variables exploratoires de rentabilité et de risque de l'industrie associées respectivement aux quatre groupes risque-rentabilité.

Outre l'effet de la structure de l'industrie, d'autres variables exploratoires doivent être envisagées afin de déterminer des profils stratégiques.

## **2.3. Taille de la firme**

Les variables les plus fréquemment utilisées dans la littérature sont le logarithme de l'actif total et le nombre de salariés (e.g. Lubatkin et Chatterjee, 1994). Il semblait cependant plus pertinent de sélectionner une mesure correspondant mieux à l'approche boursière cyclique de la performance. Nous avons donc retenu la moyenne de la capitalisation boursière baissière et haussière comme indicateur de la taille de la firme.

## **2.4. Risque systématique**

Le contenu informatif du bêta d'un titre est différent de celui associé au risque total de ce titre (rappelons qu'il s'agit en fait de la prime de risque). Il n'y a donc pas redondance entre le risque

systématique utilisé comme variable exploratoire et le risque total utilisé comme variable de classification. Le risque systématique d'un titre correspond à la moyenne de son bêta baissier et de son bêta haussier.

### **2.5. Variables exploratoires acycliques**

Il s'agit du taux d'investissement, du taux de marge commerciale et du levier financier de la firme. Ces trois variables sont des indicateurs de la capacité de la firme à soutenir un certain niveau de croissance. Bettis et Mahajan (1985) retiennent également des ratios de rotation d'actifs, mais l'intérêt d'utiliser ce type d'indicateurs comme variables-supports de l'identification de profils stratégiques ne nous a pas paru évident. Le levier financier est systématiquement sélectionné comme élément modérateur de la relation diversification-performance (e.g. Amit et Livnat, 1988; Barton, 1988; Lubatkin et Chatterjee, 1994), et fournit une estimation très correcte du risque financier (Bowman, 1980).

Les données intervenant dans le calcul de ces trois ratios étant de périodicité annuelle, une mesure cyclique de ces trois indicateurs n'était pas envisageable. Pour ces trois variables, nous avons calculé un ratio annuel sur la période observée (1986-1990). Les variables exploratoires correspondantes sont égales à la moyenne des cinq valeurs ainsi obtenues. et sont définies comme suit<sup>7</sup>:

(i) Taux d'investissement = Immobilisations corporelles acquises/Chiffre d'Affaires

(ii) Taux de marge commerciale = Résultat net/Chiffre d'Affaires

(iii) Levier financier = Dettes financières/Fonds propres.

Cet ensemble de variables exploratoires cycliques et acycliques devrait permettre d'extraire des profils stratégiques à partir des groupes risque-rentabilité efficients/inefficients.

### **3. Extraction de profils stratégiques**

Le Tableau 7 présente les résultats de l'analyse de variance à un facteur entre les quatre groupes risque-rentabilité. Par définition, le niveau de signification associé au ratio-F indique si la différence entre les groupes est significative pour la variable exploratoire concernée. C'est

---

<sup>7</sup> Les immobilisations corporelles acquises (Immobilisations corporelles nouvelles réalisées pendant l'exercice) correspondent au poste "Investissement industriel" en emploi du tableau de financement. Les dettes financières correspondent aux dettes à moyen et long terme (emprunts auprès des établissements de crédit).

donc un moyen de contrôler a posteriori la pertinence de cette variable comme facteur constituant d'un profil stratégique.

**Tableau 7. Variables exploratoires: Anova et test de Duncan**

Variables <sup>a</sup>	Moyennes des groupes				Moyennes globales	Ratio-F	Test de Duncan <sup>b</sup>
	G <sub>1</sub>	G <sub>2</sub>	G <sub>3</sub>	G <sub>4</sub>			
CAPI	6957.9	956.8	4202.6	10245.6	6889.8	2.13	(G <sub>2</sub> , G <sub>4</sub> )
INVEST	6.19	4.55	4.66	6.84	5.96	2.64 <sup>†</sup>	(G <sub>2</sub> , G <sub>4</sub> )
MARGE	5.27	0.31	4.66	4.56	4.07	4.97 <sup>**</sup>	(G <sub>2</sub> , G <sub>4</sub> ); (G <sub>2</sub> , G <sub>3</sub> ); (G <sub>2</sub> , G <sub>1</sub> )
LEVIER	1.04	2.00	0.64	0.87	1.07	3.75 <sup>**</sup>	(G <sub>2</sub> , G <sub>4</sub> ); (G <sub>2</sub> , G <sub>3</sub> ); (G <sub>2</sub> , G <sub>1</sub> )
BÊTA	0.86	1.17	0.94	0.92	0.95	3.57 <sup>*</sup>	(G <sub>2</sub> , G <sub>1</sub> ); (G <sub>2</sub> , G <sub>4</sub> )
RENTIND	- 2.57	4.46	5.68	0.69	1.1	4.35 <sup>**</sup>	(G <sub>2</sub> , G <sub>1</sub> ); (G <sub>1</sub> , G <sub>3</sub> )
RISKIND	0.65	1.03	0.58	0.49	0.64	8.37 <sup>**</sup>	(G <sub>2</sub> , G <sub>4</sub> ); (G <sub>2</sub> , G <sub>3</sub> ); (G <sub>2</sub> , G <sub>1</sub> )

\* p < 0.05; \*\* p < 0.01; † p < 0.10

<sup>a</sup>CAPI = Capitalisation boursière; INVEST = Taux d'investissement; MARGE = Marge commerciale; LEVIER = Levier financier; BÊTA = Risque systématique; RENTIND = Rentabilité de l'industrie; RISKIND = Risque de l'industrie.

<sup>b</sup>Indique les paires de moyennes significativement différentes des autres au seuil de 5%

Les résultats du test de Duncan viennent préciser ceux du test en F. Bien entendu, ils ne sont interprétables qu'à la condition d'observer une différence globale significative entre les moyennes des groupes risque-rentabilité. Par exemple, la taille de la firme mesurée par la capitalisation boursière n'est pas significativement différente entre les quatre groupes (Tableau 7). L'interprétation correcte de ce résultat impose de ne pas retenir cette variable comme élément constitutif d'un profil stratégique, quel qu'il soit, puisque aucune différence significative entre les groupes risque-rentabilité n'est observée. Dans ce cas, connaître les paires de moyennes significativement différentes des autres au seuil de 5% n'est pas d'une grande utilité pour identifier un profil stratégique.

Les différences de moyenne inter-groupes concernant les autres variables exploratoires sont toutes significatives. Une réserve doit être cependant être émise au sujet du taux d'investissement, dont le niveau de signification est plus élevé que pour les autres variables, mais reste toutefois acceptable. L'analyse conjointe des valeurs moyennes de ces variables exploratoires et des niveaux de performance risque-rentabilité conduit à identifier un profil stratégique pour chacun des quatre groupes.

Le groupe 1 se distingue par une performance risque-rentabilité inefficace, puisque sa rentabilité boursière moyenne est la plus faible (voir Tableau 2), et une présence dans les industries les moins rentables. Pourtant, son taux d'investissement est supérieur à la moyenne et

sa rentabilité commerciale est la plus élevée. D'autre part, les firmes formant ce groupe présentent des leviers d'endettement proches de la moyenne globale et le risque systématique le plus faible.

Le profil stratégique de ce groupe n'est pas très clair et plutôt paradoxal. On est en droit d'être surpris par un groupe de firmes industrielles présentant simultanément la rentabilité moyenne la plus médiocre et le taux de marge le plus élevé. Et ce d'autant plus que ces entreprises semblent fortement contraintes par leur environnement (elles interviennent dans les secteurs industriels les moins profitables). Cependant, ces deux indicateurs reflètent deux évaluations distinctes de la rentabilité, l'une boursière et l'autre comptable. Mais puisqu'il faut bien considérer les marchés financiers comme efficients, la performance commerciale de la firme devrait être valorisée via l'évolution favorable du cours de son titre, et donc de sa rentabilité boursière.

Ce résultat quelque peu surprenant pourrait trouver une partie de son explication dans le fait que la rentabilité commerciale est mesurée à partir du résultat net, et non à partir des flux monétaires générés par l'exploitation. Il est donc possible que cet indicateur soit influencé par les méthodes comptables de chacune des entreprises<sup>8</sup>. L'utilisation d'un taux de marge brute d'exploitation (EBE/CA) doit permettre de vérifier cette possibilité, puisque l'excédent brut d'exploitation est un indicateur de performance indépendant de toute politique financière, fiscale et d'investissement. Cependant, cette autre mesure ne vient pas modifier le premier résultat obtenu: la rentabilité d'exploitation des douze firmes du groupe 1 est à nouveau la meilleure.

En réalité, il semblerait que la présence d'une valeur extrême dans le groupe 1 puisse expliquer, au moins en partie, ce niveau élevé de performance commerciale. L'examen des taux de marge individuels révèle en effet que la plus forte valeur de l'échantillon correspond à LVMH (15.38%), firme appartenant au groupe 1. La moyenne de ce groupe pour la variable MARGE n'est plus que de 3.23% (au lieu de 5.27%, voir Tableau 7) lorsque LVMH est exclue du calcul. Cette valeur est à la fois inférieure à la moyenne d'échantillon (4.07%) et aux moyennes des groupes efficients 3 et 4 (respectivement 4.66% et 4.56%). Bien qu'étant de fait plus cohérente avec la médiocre rentabilité boursière réalisée par le groupe 1, elle ne facilite pas pour autant l'interprétation du profil stratégique de ce dernier.

Le groupe 2 est beaucoup moins difficile à interpréter. Sa performance risque-rentabilité est inefficente en raison d'un niveau de risque total très élevé (le plus élevé des quatre groupes)

---

<sup>8</sup> Nous tenons à remercier un rapporteur anonyme de nous avoir suggéré cette idée.

couplé à une rentabilité très peu supérieure à la moyenne globale (Tableau 2). En outre, les firmes composant ce groupe présentent le risque financier le plus élevé (levier d'endettement), la rentabilité commerciale et le taux d'investissement les plus faibles et le bêta le plus fort. Les variables de risque comptable (levier) et boursier (bêta), mais également celles appréciant la rentabilité, suggèrent que le trait dominant des firmes composant ce groupe est la vulnérabilité tant interne qu'externe. Ces firmes opèrent en effet dans des industries très profitables mais qui sont aussi les plus risquées. Difficile dans ces conditions de considérer que leur environnement industriel est particulièrement favorable.

Le profil stratégique associé peut se résumer ainsi: "firmes vulnérables en position stratégique défensive".

Le groupe 3 est à peu près l'inverse point par point du précédent. La rentabilité moyenne réalisée est la plus élevée et le risque total associé est inférieur à la moyenne globale (Tableau 2), indiquant une performance risque-rentabilité efficiente. D'autre part, l'effort d'investissement consenti est supérieur à la moyenne et le risque financier est le plus faible. La seule faiblesse apparente des firmes de ce groupe est une rentabilité commerciale inférieure à la moyenne, puisque le risque systématique se situe exactement au niveau moyen global. Enfin, ces firmes exercent leur activité dans les secteurs industriels les plus profitables et peu risqués (Tableau 7).

Le profil stratégique associé peut se résumer ainsi: "firmes leaders présentes dans des industries attractives et détenant une position stratégique dominante".

La performance risque-rentabilité du groupe 4 est efficiente car le risque total est le plus faible et la rentabilité un peu supérieure à la moyenne (Tableau 2). La politique d'investissement des firmes incluses est la plus ambitieuse (taux d'investissement le plus fort), la rentabilité commerciale est satisfaisante puisque supérieure à la moyenne globale, et le risque financier est maîtrisé car il est inférieur au levier d'endettement moyen global. Certes, les secteurs industriels dans lesquels ces firmes exercent leur activité sont les moins profitables, mais ce sont également les moins risqués. Aux vues des variables de risque, et il faut ajouter que le risque systématique de ces firmes est très proche du bêta moyen, il ressort que le trait dominant de ce groupe est manifestement la recherche d'une réduction du risque global.

Le profil stratégique associé peut se résumer ainsi: "firmes à faibles niveaux de risque et détenant une position stratégique stable".

#### **4. Profils stratégiques et mode de diversification**

Le groupe 2 des "firmes vulnérables en position stratégique défensive" contient une majorité écrasante de firmes engagées dans la forme extrême de la diversification liée, i.e. par activités contraintes (Tableau 6). Le groupe 3 des "firmes leaders présentes dans des industries attractives et détenant une position stratégique dominante" comprend deux fois plus de firmes diversifiées liées que non liées. Bien que ces deux groupes correspondent à la définition de deux profils stratégiques polaires, ils ne permettent pas de se prononcer sur la supériorité d'un des deux modes de diversification envisagés. La décomposition liée/non liée du groupe 4 des "firmes à faibles niveaux de risque et détenant une position stratégique stable", dont le profil stratégique ressemble plus à celui du groupe 3 qu'à celui du groupe 2, n'autorise pas davantage une conclusion claire sur ce point. Même si le Tableau 6 indique que le groupe 4 est réparti entre onze firmes liées et six non liées, ce qui militerait plutôt en faveur de la stratégie liée, ce décompte n'est pas très convaincant. La composition de l'échantillon n'y est sans doute pas étrangère. Il contient en effet 31 firmes diversifiées liées (dont 22 liées contraintes et 9 liées en chaîne) contre seulement 11 diversifiées non liées, soit un rapport du simple au triple.

En résumé, s'il faut retenir la performance risque-rentabilité comme critère discriminant de l'efficacité, la répartition des 42 firmes de l'échantillon selon le mode de diversification manque de clarté. Sur les 31 firmes engagées dans une stratégie liée, 15 sont considérées comme efficaces et 16 comme inefficaces. Concernant les 11 firmes diversifiées non liées de l'échantillon, trois seulement sont inefficaces et 8 sont efficaces. Il est clair que ce découpage interdit de formuler toutes conclusions définitives quant à la supériorité d'un des deux modes de diversification.

Bien qu'ils imposent la plus grande prudence lorsqu'il s'agit de les interpréter, nos résultats suggèrent néanmoins que la stratégie non liée génère un arbitrage risque-rendement plus efficace que la stratégie liée. En cela, ils se démarquent assez nettement de la littérature stratégique américaine, et soulignent de fait l'intérêt de tester empiriquement la relation entre mode de diversification et performance risque-rentabilité, à partir d'un échantillon d'entreprises industrielles françaises et sur une période boursière caractérisée par de réels retournements de tendance. Loin de prétendre fournir une règle de management, les résultats de cette étude suggèrent néanmoins qu'il semble difficile de transposer directement l'expérience américaine de la diversification au contexte français, et vraisemblablement européen. Les postures stratégiques

agissant sur la performance de la firme diffèrent en effet sensiblement dans chacun de ces deux environnements.

## **5. Conclusions et extensions**

En premier lieu, il apparaît que différentes stratégies de diversification liée/non liée génèrent des performances risque-rentabilité similaires. On a pu constater également que les firmes engagées dans une stratégie non liée se trouvaient majoritairement dans les groupes définis comme efficients. En outre, la diversification non liée procure une rentabilité moyenne plus élevée et un risque moyen plus faible que la diversification liée. Collectivement, ces deux résultats suggèrent que la diversification non liée est plus favorable que la diversification liée à la réalisation d'une performance risque-rentabilité efficiente. Cependant, le manque de clarté de la répartition des firmes diversifiées liées entre les groupes efficients et inefficients impose de nuancer ce constat. On retiendra par conséquent que la diversification non liée est plus favorable que la diversification liée à la réalisation d'une performance risque-rentabilité efficiente, sans pour autant en être la garantie absolue.

Enfin, deux profils stratégiques fortement divergents ont pu être isolés. Le premier correspond à des "firmes leaders présentes dans des industries attractives et détenant une position stratégique dominante". La performance risque-rentabilité de ces firmes est toujours efficiente. D'autre part, leur potentiel en termes de capacité à investir, de rentabilité commerciale et d'endettement leur permet de réussir dans des secteurs industriels moins profitables et/ou plus risqués. Le second correspond à des "firmes vulnérables en position stratégique défensive". Ces firmes réalisent systématiquement une performance risque-rentabilité inefficente et sont présentes dans les industries les moins attractives en termes de profitabilité et/ou de risque.

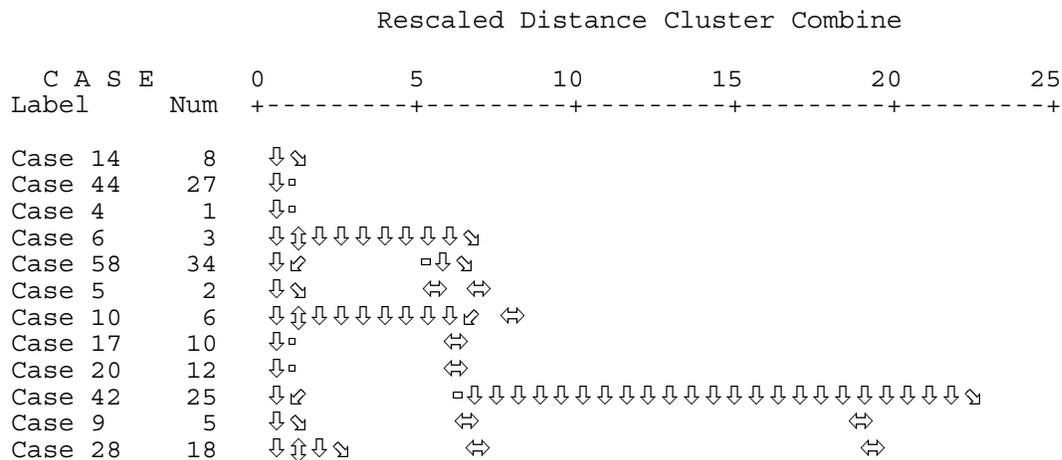
On peut envisager d'étendre les résultats de cette étude dans deux directions distinctes. D'une part, la question se pose de l'existence de profils stratégiques cycliques. Autrement dit, est-il possible d'identifier des profils stratégiques différenciés "baissier" et "haussier"? Rien n'indique en effet que le profil stratégique de la firme soit invariant au contexte boursier. Les mesures baissières et haussières de la rentabilité et du risque étant disponibles, il suffirait alors de procéder à deux classifications distinctes, l'une en utilisant les valeurs baissières et l'autre les valeurs haussières, pour obtenir deux ensembles de groupes risque-rentabilité. Il n'y aurait ensuite aucune difficulté statistique à tester l'existence de différences significatives entre le groupe "haussier" et le groupe "baissier".

Néanmoins, ce type d'analyse se heurterait à deux difficultés principales. La première tient au fait que certaines variables exploratoires sont acycliques par définition (taux d'investissement, marge commerciale et levier financier). Il faudrait alors envisager de recourir exclusivement à des variables observables et donc mesurables quotidiennement, ce qui exclue de fait toutes données comptables. Or il n'apparaît pas très pertinent de déterminer des profils stratégiques en occultant totalement ce type d'indicateurs. La seconde concerne la définition de la performance efficiente adoptée dans ce papier (i.e. réalisation simultanée d'une rentabilité élevée et d'un risque associé faible). Quelle est la validité de cette définition dans le cadre de la distinction entre profil stratégique "haussier" et "baissier"? Pour s'en tenir à la performance risque-rentabilité, il est vraisemblable qu'un manager sera enclin à privilégier la réduction du risque total plutôt qu'un niveau élevé de rentabilité lorsque le contexte boursier est défavorable. Dès lors, doit-on considérer que le couple "risque faible-rentabilité moyenne/faible", associé à un cycle baissier, correspond à une performance inefficente? Probablement pas.

D'autre part, la question se pose de la stabilité des résultats obtenus. Là encore, rien n'indique que les groupes risque-rentabilité ne se modifient pas avec la période observée. Afin de vérifier si des changements dans la composition des groupes sont intervenus, il suffirait de dupliquer l'analyse sur l'intervalle 1995-2000, soit cinq ans après la fin de notre étude (1986-1990). Là encore, l'objectif est de révéler la présence ou non de différences statistiquement significatives entre les groupes risque-rentabilité de ces deux périodes.

### Annexe 1. Arbre hiérarchique

Dendrogram using Ward Method





Cool K. et Dierickx I. (1993), "Rivalry, strategic groups and firm profitability", *Strategic Management Journal*, 14, 47-59.

Figenbaum A. et Thomas H. (1990), "Strategic groups and performance: The U.S. insurance industry", *Strategic Management Journal*, 11, 197-215.

Hair J.F., Anderson R.E., Tatham R.L. et Black W.C. (1992), *Multivariate data analysis*, 3<sup>rd</sup> edition., Macmillan, New York.

Hoskisson R.E., Hitt M.A., Johnson R.A. et Moesel D.D. (1993), "Construct Validity of an Objective (Entropy) Categorical Measure of Diversification Strategy", *Strategic Management Journal*, 14, 215-235.

Keats B.W. (1990), "Diversification and Business Economic Performance Revisited: Issues of Measurement and Causality", *Journal of Management*, 16, 61-72.

Ketchen D.J. et Shook C.L. (1996), "The application of cluster analysis in strategic management research: An analysis and critique", *Strategic Management Journal*, 17, 441-458.

Kim W.C., Hwang P. et Burgers W.P. (1993), "Multinationals' diversification and the risk-return trade-off", *Strategic Management Journal*, 14, 275-286.

Lecraw D. J. (1984), "Diversification Strategy and Performance", *The Journal of Industrial Economics*, XXXIII, 179-198.

Lubatkin M. et Chatterjee S. (1994), "Extending Modern Portfolio Theory into the Domain of Corporate Diversification : Does it Apply?", *Academy of Management Journal*, 37, 109-136.

Lubatkin M. et Shrieves R.E. (1986), "Towards Reconciliation of Market Performance Measures to Strategic Management Research", *Academy of Management Review*, 11, 497-512.

Mascarenhas B. (1989), "Strategic group dynamics", *Academy of Management Journal*, 32, 333-352.

Maurer F. (1999), "Une analyse des cycles de l'indice d'actions AFFI-SBF (1986-1990)", *Cahier de recherche du CREF*, n° 1999-02, IRGAE, Université Montesquieu-Bordeaux IV.

Montgomery C. A. (1982), "The Measurement of Firm Diversification: Some New Empirical Evidence", *Academy of Management Journal*, 25, 299-307.

Montgomery C. A. (1985), "Product-Market Diversification and Market Power", *Academy of Management Journal*, 28, 789-798.

Palish L.E., Cardinal L.B. et Miller C.C. (2000), "Curvilinearity in the Diversification-Performance Linkage: An Examination of over three Decades of Research", *Strategic Management Journal*, 21, 155-174.

Robins J. et Wiersema M. F. (1995), "A Ressource-Based Approach to the Multibusiness Firm: Empirical Analysis of Portfolio Interrelationships and Corporate Financial Performance", *Strategic Management Journal*, 16, 277-299.

Rumelt R. P. (1982), "Diversification Strategy and Profitability", *Strategic Management Journal*, 3, 359-369.

Schmalensee R. (1985), "Do Markets Differ much?", *The American Economic Review*, 75, 341-351.

Sharpe W. F. (1966), "Mutual Fund Performance", *The Journal of Business*, January, 119-138.

Smith K.G., Grimm C.M., Wally S. et Young G. (1997), "Strategic groups and rivalrous firm behavior: Towards a reconciliation", *Strategic Management Journal*, 18, 149-157.

Tallman S. et Li J. (1996), "Effects of International Diversity and Product Diversity on the Performance of Multinational Firms", *Academy of Management Journal*, 39, 179-196.

Wernerfelt B. et Montgomery C. A. (1986), "What is an attractive industry ?", *Management Science*, 32, 1223-1230.

Wernerfelt B. et Montgomery C. A. (1988), "Tobin's q and the Importance of Focus in Firm Performance", *The American Economic Review*, 78, 246-250.