

Quand la structure actionnariale influence les stratégies de diversification corporate

Lacoste Denis

Groupe ESC Toulouse

20, Boulevard Lascrosses, 31000 Toulouse.

Tel : 05 61 29 49 46 – Fax : 05 61 29 49 94

d.lacoste@esc-toulouse.fr

Lavigne Stéphanie

Groupe ESC Toulouse

Rigamonti Eric

Groupe ESSCA Angers

Résumé

Cet article s'inscrit dans le débat sur l'influence des structures actionnariales sur les décisions stratégiques des firmes. Ce débat oppose d'une part les tenants de la théorie de l'agence qui soulignent l'existence d'une relation entre la structure actionnariale et la stratégie de diversification (Amihud et Lev, 1981, 1999 ; Denis, Denis, Sarin, 1997, 1999) et, d'autre part, des chercheurs qui démontrent l'indépendance de ces deux variables (Lane, Cannella, Lubatkin, 1998, 1999). Ces derniers s'appuient sur d'autres cadres théoriques (*stewardship theory*) qui relativisent les conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants. Plus précisément, nous cherchons à montrer l'influence de la part du capital détenue par les dirigeants, les blocs de contrôle d'actionnaires et les investisseurs institutionnels sur les stratégies de diversification reliée et non reliée. L'étude porte sur les entreprises du CAC 40 avec deux années d'observation 2004 et 2006. Les résultats montrent en particulier que (i) les entreprises dans lesquelles les dirigeants ont une part importante du capital ont tendance à s'engager dans des diversifications non reliées (ii) les entreprises caractérisées par la présence de blocs de contrôle suivent des stratégies de diversification reliée (iii) les stratégies de diversification des firmes sont indépendantes de la part du capital détenu par les investisseurs institutionnels. Cette recherche confirme en grande partie, dans un autre contexte et avec une méthodologie différente, les résultats des tenants de la théorie de l'agence et infirment ceux de l'approche « *stewardship* ». Les résultats concernant l'influence négligeable des investisseurs institutionnels permettent de nourrir le débat autour de leur influence sur le périmètre des firmes et appellent de nouvelles recherches pour mieux appréhender ce phénomène.

Mots clés : structure actionnariale, diversification, blocs de contrôle, investisseurs institutionnels.

Depuis le milieu des années 1990, les structures actionnariales des grandes entreprises françaises ont connu de profondes mutations, au rang desquelles l'arrivée d'investisseurs institutionnels étrangers¹. Ces investisseurs ont fait évoluer la gouvernance des entreprises cotées à travers leurs principes de *Corporate Governance*, leurs exigences de création de valeur et plus fondamentalement leur contribution au mouvement de « financiarisation » des stratégies des firmes (Batsch, 2002 ; Perez, 2003). En revanche, il subsiste une interrogation sur le rôle effectif de ces investisseurs dans le mouvement de recentrage observé pour une large partie des grands groupes cotés. Le débat peut être posé en ces termes : est-il possible d'imputer le mouvement de recentrage à la présence des investisseurs institutionnels dans le capital des firmes ? En d'autres termes, ces investisseurs et plus largement les blocs de contrôle sont-ils opposés à la diversification *Corporate* des entreprises ? Investissent-ils davantage dans des entreprises qui réduisent leur niveau de diversification ou dans les firmes dont la diversification peut être qualifiée de reliée ou de proximité ?

Le point de départ de cette recherche consiste à tester précisément l'influence de ce type d'actionnaires sur le niveau de diversification des firmes : existe-t-il un lien entre la présence ou l'arrivée potentielle d'investisseurs institutionnels dans le capital des firmes et leur niveau de diversification ? Puis, de manière plus générale, peut-on démontrer une relation entre un type de structure actionnariale et le niveau de diversification *Corporate* d'une entreprise ?

Cette question se pose avec d'autant plus d'intérêt qu'elle a fait l'objet de vives controverses depuis la parution de l'article d'Amihud et Lev (1981). Cet article, référence fondamentale sur ces questions, est la base de notre réflexion car situé au cœur d'un débat important entre ceux qui soulignent l'existence d'une relation entre la structure actionnariale et la stratégie de diversification (Amihud et Lev, 1981, 1999 ; Denis, Denis, Sarin, 1997, 1999) et ceux qui démontrent l'indépendance de ces deux variables (Lane, Cannella, Lubatkin, 1998, 1999, Singh, Mathur, Gleason, 2004). L'article d'Amihud et Lev (1981) démontre l'existence d'un lien entre la structure actionnariale et la stratégie de diversification des firmes : de manière plus explicite, les auteurs soulignent que si les firmes ne sont pas contrôlées par de gros blocs d'actionnaires, leurs dirigeants s'engageront dans des stratégies de diversification *Corporate* pour réduire leur

¹ Au 31 décembre 2005, les investisseurs non-résidents détenaient 46,4% de la capitalisation boursière des entreprises du CAC 40, Bulletin de la Banque de France, n° 149, mai 2006.

risque personnel. En cela, ils valident les résultats de la théorie de l'agence (Demsetz, 1983 ; Shleifer, Vischny, 1986). Quant à Lane, Cannella, Lubatkin (1998, 1999), en proposant de tester cette relation dans un cadre théorique différent - grâce à l'approche *Stewardship* et après révisions des hypothèses de la théorie de l'agence - ils ne valident pas l'existence d'une telle relation.

Notre recherche s'inscrit dans ce débat et propose de tester la relation entre structure actionnariale et choix de diversification. En d'autres termes, est-il possible de corroborer les résultats fondamentaux de l'article d'Amihud et Lev (1981) et par là même les conclusions de la théorie de l'agence ?

L'étude que nous proposons pour tester ce lien s'applique au cas français et plus précisément aux sociétés de l'indice boursier CAC 40 ; elle est réalisée à deux dates : l'année 2004 et l'année 2006². Cette étude est originale au sens où, contrairement à la majorité des recherches sur la question, elle n'envisage pas les actionnaires comme un bloc homogène mais propose une typologie des actionnaires en distinguant notamment les parts de capital détenues par les dirigeants de celles détenues par les blocs de contrôle et en particulier des investisseurs institutionnels ; ensuite, elle s'applique au contexte français contrairement à la grande majorité des études réalisées sur les grandes entreprises cotées américaines. Ce dernier point est pertinent dans la mesure où de nombreux travaux comme ceux de La Porta, Lopez-de-Silanes et Shleifer (1988) considèrent que le cadre institutionnel exerce une influence sur le comportement des acteurs (actionnaires et dirigeants). Nous démontrons qu'il existe un lien entre structure actionnariale et diversification des entreprises, sachant que l'étude propose de mesurer l'impact de la propriété du capital sur le niveau et le type de diversification (diversification reliée ou de proximité versus diversification non reliée). En ce sens, nos travaux viennent appuyer les conclusions des études d'Amihud et Lev (1981, 1999) et celles de Denis *et al* (1997, 1999) et de manière plus fondamentale les travaux issus de la théorie de l'agence.

² La structure actionnariale des grands groupes français cotés a connu de profondes transformations durant la deuxième moitié des années quatre-vingt-dix. Au cours de cette période, les participations réciproques entre ces groupes ont presque disparu alors que les investisseurs institutionnels prenaient une place très importante. Dans le même temps et encore au début des années 2000 ces mêmes groupes ont souvent modifié le périmètre de leurs activités. C'est pourquoi nous avons choisi des dates postérieures pour s'assurer d'une certaine stabilité des structures actionnariales et des périmètres d'activités et limiter les phénomènes d'anticipation des actionnaires sur l'évolution du périmètre. Nous avons pris deux années non consécutives pour tester la permanence des relations hypothétiques.

1. STRUCTURE ACTIONNAIRIALE, CONTROLE DES DIRIGEANTS ET STRATEGIE DE DIVERSIFICATION

La théorie de l'agence est le corpus théorique fondamental pour appréhender les questions relatives à la propriété du capital et au contrôle des actions des dirigeants. Elle repose sur le postulat d'une séparation des fonctions entre les individus qui dirigent la firme (les managers ou dirigeants, qualifiés d'agents) et ceux qui sont propriétaires de la firme et supportent les conséquences des décisions des dirigeants (les actionnaires, qualifiés de principal), (Berle et Means, 1932 ; Jensen, Meckling, 1976 ; Fama, 1980 ; Fama, Jensen, 1983). Cette théorie, fondée sur l'hypothèse de la maximisation de l'utilité personnelle, suppose que les deux parties en présence sont opportunistes et recherchent systématiquement leur intérêt personnel. Ainsi, elle justifie le comportement des dirigeants qui s'engagent dans des stratégies de diversification *Corporate* par de purs motifs opportunistes, en effet : i) la diversification permet aux dirigeants de réduire leur risque personnel (Amihud, Lev, 1981) ; ii) elle leur procure du prestige, du pouvoir (Jensen, 1986 ; Stulz, 1990) ; iii) la rémunération des dirigeants est souvent liée à la taille de l'entreprise (Jensen, Murphy, 1990) ; iv) enfin, elle aide les dirigeants à se rendre indispensables dans la firme (Shleifer, Vishny, 1989). Implicitement, la théorie de l'agence suggère que les problèmes d'agence sont donc liés à la structure actionnariale : elle prédit que les dirigeants chercheront à satisfaire leur intérêt personnel et s'engageront dans des stratégies de diversification non reliée s'ils ne sont pas contrôlés par de gros blocs d'actionnaires (Demsetz, 1983 ; Shleifer, Vishny, 1986 ; Walsh, Steward, 1990). Si les dirigeants tentent de maximiser leur utilité personnelle en s'engageant notamment dans des stratégies de diversification non reliée et si les actionnaires recherchent à maximiser leur profit, alors peuvent apparaître des problèmes d'agence, ou conflits d'intérêt entre principal et agent. La théorie de l'agence insiste sur deux points pour tenter de réduire ces conflits : 1) soit les dirigeants doivent détenir des blocs d'actions de la firme : dans ce cas particulier, leurs intérêts convergent avec ceux des actionnaires ; 2) soit la propriété du capital doit être concentrée afin que les propriétaires aient une incitation à contrôler les actions des dirigeants³.

³ L'idée étant que la détention d'une faible part du capital n'incite pas les actionnaires à s'engager dans le contrôle de la firme en raison du coût du contrôle.

Finalement, la théorie de l'agence prédit une relation négative entre la détention d'actions par les dirigeants et la stratégie de diversification ainsi qu'une relation négative entre la présence de gros *blockholders* et la diversification.

L'article d'Amihud et Lev (1981) propose de tester ces deux relations, l'objectif initial des auteurs étant de justifier les stratégies conglomerales des firmes en partant de l'interrogation suivante : pourquoi les firmes s'engagent-elles dans des stratégies de diversification conglomerale alors que les actionnaires sont capables de diversifier leurs portefeuilles de titres pour réduire leur exposition au risque spécifique ? Pour Amihud et Lev (1981), les fusions conglomerales peuvent être expliquées et motivées par les préférences personnelles des dirigeants qui cherchent à réduire leur exposition au risque, le capital humain et managérial étant par nature non diversifiable. Ils testent donc l'hypothèse suivante : la décision de diversification (mesurée par les fusions conglomerales) est fonction du type de contrôle de la firme, sachant que moins il y a de contrôle actionnarial, plus la propension de la firme à se diversifier sera grande. Les auteurs proposent une typologie du contrôle en distinguant : i) les firmes dites « *strong owner controlled* » pour lesquelles au moins une partie détient 30 % des actions de la société ; ii) les firmes dites « *weak owner controlled* » pour lesquelles une partie détient entre 10 et 30 % des actions ; iii) et enfin les firmes dites « *manager controlled* » où aucune partie ne détient plus de 10 % des actions.

En testant leurs relations sur un échantillon de 309 grandes firmes industrielles issues de l'indice Fortune 500, dont une large partie a procédé à des acquisitions durant la période d'analyse (1961-1970), les auteurs démontrent qu'il existe un lien entre la structure actionnariale et la stratégie de diversification des firmes. Le degré de diversification *Corporate* est en effet plus élevé pour les firmes « *manager controlled* » que pour les firmes « *owner controlled* ». Ils concluent donc à l'efficacité du mécanisme de contrôle qu'est la structure actionnariale sur la stratégie de diversification.

Dans la même lignée, l'étude de Denis, Denis, Sarin (1997) démontre l'existence d'un lien entre structure actionnariale et stratégie de diversification sans pour autant retrouver la conclusion fondamentale d'Amihud et Lev (1981) selon laquelle les « *manager controlled firms* » auront tendance à être plus diversifiées pour réduire le risque personnel des dirigeants. Denis *et al* (1997) démontrent que la probabilité d'une firme d'être diversifiée est négativement corrélée à la détention d'actions par les managers et à la détention d'actions par les *outside blockholders*. En

effet, plus la part de capital détenue par les managers est grande, moins ils s'engageront dans des stratégies de diversification *Corporate* et plus le poids des gros blocs d'actionnaires est important, moins la firme s'engagera dans des stratégies de diversification. Ils démontrent également l'existence d'une relation entre la baisse du niveau de diversification des firmes et les menaces de prise de contrôle externe, ce qui permet d'envisager le mouvement de recentrage non pas comme la conséquence d'une adaptation à l'environnement de l'entreprise mais plutôt comme la conséquence d'un contrôle externe exercé sur les managers.

En revanche, les travaux de Lane, Cannella, Lubatkin (1998, 1999) ne vérifient ni les conclusions d'Amihud et Lev (1981), ni celles de Denis *et al* (1997, 1999) : ils ne démontrent pas l'existence d'un lien entre structure actionnariale et stratégie de diversification des firmes.

Lane *et al* (1998, 1999) proposent un autre cadre conceptuel pour analyser les relations entre propriété du capital et stratégie *Corporate* des firmes. En effet, selon eux, le cadre de la théorie de l'agence se révèle inadéquat pour comprendre l'attitude des managers face à la diversification : quelle est, en effet, la capacité de ce courant théorique à expliquer le comportement des dirigeants dans des situations où leurs intérêts ne sont pas forcément en conflit avec ceux des actionnaires ? Pour Lane *et al* (1998), les décisions de diversification ne sont pas le siège de conflits majeurs entre actionnaires et dirigeants et il convient de proposer une vision moins opportuniste et plus coopérative des rapports dans la firme. Les auteurs s'appuient sur la « *Stewardship Theory* » (Donaldson, Davis, 1991) en tant qu'approche alternative au paradigme dominant. Selon cette théorie, introduite plus récemment dans la littérature en management, il s'agit de rejeter le réductionnisme pour intégrer la complexité des organisations et de considérer que la poursuite de l'intérêt personnel n'est pas nécessairement la motivation première du manager.

A partir d'une révision des hypothèses développées dans l'article d'Amihud et Lev (1981) et en insistant sur la nécessité de mobiliser plutôt une approche du type « *Stewardship Theory* », Lane *et al* (1999) démontrent une relation plus que négligeable entre les efforts de contrôle des actionnaires et le comportement stratégique des managers : autrement dit, ils démontrent qu'il n'existe pas de lien entre la structure actionnariale et la stratégie *Corporate* des firmes.

Les travaux de Lane *et al* (1998) sont ainsi mobilisés à double titre dans cet article : d'abord, parce qu'ils procèdent à une révision de certaines hypothèses fondamentales proposées dans l'article d'Amihud et Lev (1981) ; ensuite, parce qu'ils soulignent la nécessité de développer une nouvelle approche pour comprendre l'attitude des dirigeants face à la stratégie de diversification.

Concernant le premier point, en l'occurrence la révision des hypothèses, rappelons qu'Amihud et Lev (1981) s'appuient sur la théorie de l'agence et sur le modèle de détermination du prix des actifs financiers, dit *Capital Asset Pricing Model*, pour préciser qu'actionnaires et dirigeants ont des attitudes différentes par rapport au risque. Selon ce corpus théorique, les actionnaires seraient indifférents au risque spécifique d'un investissement puisqu'ils peuvent réduire ce risque via la diversification de leur portefeuille de titres et ne seraient donc sensibles qu'au seul risque systématique, dit risque de marché⁴. Quant aux dirigeants, ne disposant pas d'un portefeuille diversifié et leur revenu dépendant de leur emploi et *in fine* de la survie de la firme, ils seraient concernés par le risque spécifique et tenteraient de le réduire en augmentant le niveau de diversification de la firme. Or, Lane *et al* (1998) soulignent qu'actionnaires et dirigeants sont concernés par le risque spécifique en avançant certains facteurs : i) d'abord, les actionnaires peuvent avoir investi très largement dans une firme unique, donc avoir des intérêts à long terme et être ainsi sensibles au risque spécifique ; ii) la théorie *stakeholder* souligne les dangers d'une trop forte focalisation sur les intérêts des actionnaires qui peut nuire à la coopération entre toutes les parties prenantes ; iii) les études d'économistes financiers (Fama et French, 1992) ont révélé des anomalies dans le modèle de marché pour déterminer le prix des titres, preuve que les actionnaires peuvent être concernés par le risque spécifique. Ensuite, Lane *et al* (1998) critiquent la typologie du contrôle établie par Amihud et Lev (1981) qui distinguent les firmes « *strong owner controlled* », « *weak owner controlled* » et « *manager owner controlled* ». Cette typologie se révèle problématique puisqu'elle ne permet pas de distinguer les situations où un dirigeant détiendrait 35% des actions de la firme (cas des « *strong owner controlled* ») des situations où le dirigeant détiendrait 1% des actions et un bloc d'actionnaires 35% des actions (cas des « *strong owner controlled* ») : autrement dit, elle ne permet pas de différencier les *inside blockholders* des *outside blockholders* et peut en ce sens conduire à des conclusions erronées sur le contrôle des actions des managers.

Enfin, et surtout, Lane *et al* (1998) mobilisent un cadre conceptuel différent pour appréhender les relations entre actionnaires-dirigeants et diversification : la théorie « *Stewardship* » (Donaldson,

⁴ Le modèle CAPM enseigne que le risque total d'une action peut être scindé en un risque non systématique (appelé risque unique, résiduel ou spécifique à la firme) et un risque systématique (ou risque de marché). Le risque non systématique est la proportion du risque total qui peut être éliminé par une diversification du portefeuille de titres, le risque systématique, ne peut quant à lui, être éliminé car lié à l'évolution de l'ensemble de l'économie, à l'inflation, à la fiscalité....

Davis, 1991). Cette théorie, qui repose sur des considérations différentes sur les motivations des managers, postule que la recherche de l'intérêt personnel n'est pas toujours le facteur dominant pour la prise de décision. Elle souligne que les dirigeants peuvent être amenés à agir davantage dans l'intérêt de la firme que dans leur propre intérêt en définissant les managers comme les « *stewards* » de la firme⁵. Elle permet donc de proposer une vision coopérative des rapports entre les agents et ne considère pas que la décision de diversification soit génératrice de conflits d'intérêts dans la firme : d'abord, parce que les conflits ne sont pas des situations dominantes dans les organisations (Perrow, 1986) ; ensuite, parce que les dirigeants ne sont pas toujours opportunistes⁶ ; enfin parce que, la plupart du temps, les actionnaires ne sont pas capables de comprendre tous les éléments des décisions stratégiques et s'en remettent aux décisions des dirigeants.

A titre d'illustration, la théorie « *Stewardship* » peut être mobilisée pour justifier le mouvement de fusions conglomerales des années 1960 aux Etats-Unis. Ce mouvement est alors entendu non pas comme la conséquence d'un excès de pouvoir des dirigeants mais parce que ce type d'opérations répondait alors aux intérêts des actionnaires et des dirigeants : en effet, durant cette période, les actionnaires répondaient favorablement aux opérations de diversification non reliée (Shleifer et Vishny, 1991).

Sous le postulat selon lequel il n'existe pas de conflit majeur entre actionnaires et dirigeants et à condition que la firme ne soit pas l'objet d'une prise de contrôle, alors Lane *et al* (1998) démontrent une relation très négligeable entre les efforts de contrôle du principal et le comportement stratégique des agents⁷.

Finalement, alors qu'Amihud et Lev (1981) et Denis *et al* (1997, 1999) démontrent une relation entre structure actionnariale et stratégie de diversification, Lane *et al* (1998, 1999) ne trouvent

⁵ « en cohérence avec la vision plus complexe du management stratégique il est affirmé que l'intérêt personnel n'est pas nécessairement la motivation première du comportement managérial », p 1079 in Lane, Cannella, Lubatkin, 1999, traduit par les auteurs.

⁶ « dans la théorie du *stewardship*, le manager, loin d'être opportuniste, cherche essentiellement à bien faire son travail, à être un bon *steward* des actifs de l'entreprise. Ainsi, la théorie du *Stewardship* considère qu'il n'y a pas de problème général à la motivation des managers (...). La question est alors de savoir si la structure organisationnelle aide ou non les managers à formuler et mettre en oeuvre des plans pour améliorer la performance », p 51 in Donaldson, Davis (1991), traduit par les auteurs.

⁷ La « *stewardship theory* » est plus pertinente dans certains contextes où la théorie de l'agence l'est moins et vice versa (Donaldson, Davis, 1991). Ainsi, quand la firme fait l'objet d'une menace de prise de contrôle, alors la théorie de l'agence se révèle l'outil le mieux adapté. La « *stewardship theory* » convient mieux à l'étude des cas où le manager a fondé la firme (cas où le manager s'identifie à l'organisation).

pas de relation entre la présence de gros blocs d'actionnaires et la stratégie de diversification, autrement dit, ils ne valident pas l'effet du contrôle actionnarial sur la stratégie *Corporate*. Dans cet article, nous proposons de tester cette relation entre structure actionnariale et stratégie *Corporate* en intégrant les apports de ces trois articles fondamentaux, en formulant une série d'hypothèses spécifiques et en les testant sur les grands groupes français.

2. LES HYPOTHESES

Nous proposons d'analyser la relation entre structure actionnariale et type et niveau de diversification dans les grandes entreprises françaises, nos hypothèses s'inscrivant dans le cadre traditionnel de la théorie de l'agence. Nous apportons une précision supplémentaire par rapport aux travaux d'Amihud et Lev (1981) en différenciant les actionnaires en fonction de leur présence ou de leur absence aux organes de direction. Fama et Jensen (1983) estiment également nécessaire de distinguer les différents types d'actionnaires selon qu'ils sont ou ne sont pas dirigeants. En effet, le conflit d'agence ne se concrétise pas de la même manière dans les deux cas. Ainsi comme Lane *et al* (1998) nous étudierons séparément les *insiders* (actionnaires dirigeants) et les *outsiders* (actionnaires non-dirigeants).

La maximisation de la satisfaction des dirigeants nécessite une réduction des risques spécifiques. Les dirigeants sont également sensibles à la maximisation de la rentabilité mais ils préfèrent la maximisation du chiffre d'affaires qui va leur conférer du prestige (Jensen, 1986 ; Stulz, 1990) et également leur permettre d'accroître leurs prélèvements sous la forme de salaires et autres avantages en nature directement assumés par l'entreprise (Jensen, Murphy, 1990 ; Anderson, Bates, Bizjak, Lemmon, 2000). Les dirigeants ont donc une préférence pour la diversification car elle représente des projets supplémentaires à réaliser. Parmi les voies de diversification, les diversifications non-relées sont prioritaires d'une part parce qu'elles permettent de réduire leur risque personnel en réduisant le risque spécifique de l'entreprise (Amihud, Lev, 1981) et d'autre part car elles offrent davantage de projets à mettre en œuvre. En outre, soulignons que la diversification non reliée accroît leur capacité d'enracinement (Shleifer, Vishny, 1989).

Evidemment la possibilité pour les dirigeants d'imprimer leurs objectifs personnels sur la stratégie de la firme dépend de leur capacité à imposer leurs décisions face à celle des actionnaires non-dirigeants. Ils atteignent ce but d'autant plus facilement qu'ils dominent non seulement les organes de décision mais aussi les organes de contrôle de la firme. Ainsi, plus ils

détiennent d'actions, plus ils ont d'influence sur les décisions de l'assemblée générale et plus ils peuvent détenir de postes d'administrateurs.

Il en résulte les deux hypothèses H.1a et H.1b :

H 1.a : Plus les dirigeants détiennent une fraction importante du capital d'une entreprise, plus le pourcentage des activités de cette firme constitué par des activités non-relées à l'activité principale est important.

Comme nous l'avons noté précédemment, si les dirigeants ont une préférence pour la diversification quelle que soit sa nature, on peut supposer que leur préférence pour la diversification non-relée est plus importante que pour la diversification relée.

H 1.b : Plus les dirigeants détiennent une fraction importante du capital d'une entreprise, plus le rapport entre le volume des activités relées et le volume de toutes les activités de diversification est faible.

Les actionnaires n'appartenant pas à la direction de l'entreprise ont pour objectif unique la maximisation de la rentabilité en rapport avec le seul risque systématique ou risque de marché. En effet, ces actionnaires considèrent qu'ils peuvent réduire ce risque spécifique du portefeuille d'actions de façon plus efficace que ne le ferait l'entreprise par la diversification de son portefeuille d'activités. Du point de vue des actionnaires non-dirigeants une forte diversification tend à détruire de la valeur (Wernerfelt, Montgomery, 1988 ; Markides, 1995) essentiellement en raison, d'une part, d'une mauvaise allocation des ressources (Shin, Stulz, 1998) et, d'autre part, de subventions croisées entre les activités (Scharfstein, 1998). La diversification conglomerale conduit donc à dégrader la structure du couple rentabilité risque systématique. La diversification dont l'objectif unique est la réduction des risques spécifiques est donc réalisée par les investisseurs (via la diversification de leurs portefeuilles d'actions) plutôt que par les entreprises (via la diversification de leurs activités). Concernant l'attitude des actionnaires vis-à-vis de la diversification relée il semble plus difficile de dégager une tendance nette, les synergies pouvant être supérieures ou au moins égales aux destructions de valeur citées précédemment. Néanmoins, les études font ressortir une préférence relative dans le sens où la diversification relée est préférée à la diversification conglomerale (Daley, Mehrotra, Sivakumar, 1997 ; Fan, Lang, 2000). Ceci peut s'expliquer par le fait que si ces entreprises supportent le risque de marché afférant à chacune des activités prises indépendamment, la rentabilité est par contre meilleure qu'en diversification conglomerale en raison de l'existence de synergies.

Les investisseurs imposent leurs préférences en termes de diversification d'autant plus facilement que leur détention de capital est importante. En effet, plus ils détiennent individuellement des blocs importants d'actions, plus il est rentable pour eux de s'investir dans le contrôle des dirigeants de manière à ce que les dirigeants cherchent à satisfaire les actionnaires sans pouvoir imposer leurs propres préférences.

Ainsi, nous proposons les hypothèses suivantes :

H 2.a : Plus les actionnaires non-dirigeants détiennent une fraction importante du capital d'une entreprise, plus le pourcentage des activités de cette firme constitué par des activités non- reliées à l'activité principale est faible.

H 2.b : Plus les actionnaires non-dirigeants détiennent une fraction importante du capital d'une entreprise, plus le rapport entre le volume des activités reliées et le volume de toutes les activités de diversification est élevé.

Ces hypothèses s'appuient directement sur la théorie de l'agence, corpus qui tend à masquer l'hétérogénéité potentielle des actionnaires. Depuis un peu plus d'une décennie, les investisseurs institutionnels apparaissent comme les acteurs principaux des modifications de périmètres d'activité des grandes entreprises⁸. A ce titre, ils sont perçus comme les blocs de contrôle les plus actifs dans le contrôle des dirigeants. Leurs préférences sont identiques à celles des blocs de contrôle, à savoir une aversion pour la diversification non-reliée et une préférence relative pour la diversification reliée au détriment de la diversification conglomérale. Dès lors, on peut supposer que plus ces investisseurs possèdent d'actions et plus ils ont d'influence sur les organes de contrôle et de direction, plus leurs préférences stratégiques seront mise en œuvre au niveau de la firme.

Il en découle les hypothèses suivantes :

H 3.a : Plus les investisseurs institutionnels détiennent une fraction importante du capital d'une entreprise, plus le pourcentage des activités de cette firme constitué par des activités non- reliées à l'activité principale est faible.

H 3.b : Plus les investisseurs institutionnels détiennent une fraction importante du capital d'une entreprise, plus le rapport entre le volume des activités reliées et le volume de toutes les activités de diversification est élevée.

⁸ Les investisseurs institutionnels sont constitués des fonds de pension, *mutual funds*, compagnies d'assurance, *hedge funds*.

3. METHODOLOGIE

3.1. LA POPULATION

La recherche a été menée sur les entreprises appartenant à l'indice boursier français de référence qu'est le CAC 40. Nous avons déterminé la structure actionnariale de ces entreprises à deux dates : au 1^{er} janvier 2004 et au 1^{er} janvier 2006, grâce à la base de données financières *Thomson One Banker Ownership*. Nous étudions la propriété du capital en distinguant notamment la part du capital détenue par les dirigeants de celle détenue par les blocs de contrôle en isolant de manière particulière les blocs de contrôle détenus par les seuls investisseurs institutionnels. Concernant les blocs de contrôle, nous retenons le seuil de 5% du capital des firmes retenu par de nombreux chercheurs comme le seuil pour différencier les firmes « *manager controlled* » des firmes « *owner controlled* » (Glassman, Rhodes, 1980 ; Gomez-Mejia, Tosi, Hinkin, 1987).

3.2. MESURES DE LA DIVERSIFICATION

Pour mesurer la position des entreprises sur les différentes variables dépendantes, nous nous sommes appuyés sur les rapports d'activités officiels des entreprises, seule source de données en France pour apprécier la politique de portefeuille. Les différents domaines d'activités stratégiques ont été classés en trois catégories :

- activité principale,
- activités reliées à l'activité principale,
- activités non reliées à l'activité principale.

L'activité principale est celle qui a la plus forte contribution au chiffre d'affaires. Les activités reliées sont celles qui présentent des synergies avec l'activité principale en termes de produits et/ou de marchés et/ou de savoir-faire. Nous considérons que des synergies existent entre deux domaines d'activités stratégiques A et B dès lors que :

- un produit identique est vendu dans deux marchés différents
- deux produits différents sont vendus sur le même marché
- deux produits différents sont fabriqués à partir d'une technologie identique

Les activités non reliées sont celles qui présentent peu ou pas de synergies avec les autres activités. Ce cas se présente lorsque deux domaines d'activités recouvrent des produits différents, des marchés différents et des technologies différentes.

Les auteurs ont fait cette évaluation séparément et les résultats ont ensuite été confrontés. Une entreprise en 2004 et une entreprise en 2006 ont été retirées de l'échantillon en raison de désaccords entre les auteurs sur les questions de classification.

Ce travail a finalement permis de déterminer pour chaque entreprise les quatre ratios suivants :

1. *Ratio de spécialisation* : CA de l'activité principale / CA total
2. *Ratio de diversification reliée* : CA des activités reliées à l'activité principale / CA total
3. *Ratio de diversification non reliée* : CA des activités non reliées / CA total
4. *Ratio de « proximité de la diversification »*: CA des activités reliées / CA des activités reliées + CA des activités non reliées

3.3. ANALYSE DES DONNEES

Nous avons testé les hypothèses à partir de deux méthodes différentes. Les relations entre les variables ont tout d'abord été testées par des analyses de corrélation. La taille des entreprises, utilisée comme variable de contrôle dans les travaux de référence de Lane *et al.* (1998), n'ayant aucun impact sur les variables de diversification (cf infra 4.) nous n'avons pas procédé à des analyses de régression. Dans un deuxième temps, nous avons, pour le ratio de diversification non reliée et pour le ratio de proximité de la diversification, réalisé des analyses typologiques en vue de classer les entreprises dans des groupes homogènes. Les différences entre les groupes sur les variables relatives à la structure du capital ont ensuite été évaluées par des tests non paramétriques (en effet, un certain nombre de variables ne suivent pas une distribution normale - Malhotra, 2004 -).

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 donc été utilisées pour identifier les stratégies types de diversification : la méthode de classification hiérarchique ascendante et la méthode des nuées dynamiques (non hiérarchique)⁹.

⁹ La méthode des nuées dynamiques est une méthode de réallocation. A partir d'une partition initiale, les objets sont déplacés d'un groupe à l'autre pour obtenir une meilleure partition. L'algorithme converge vers une position stable en améliorant, à chaque itération, un critère mathématique. Dans les méthodes hiérarchiques ascendantes, chaque observation est au départ considérée comme un groupe. Après plusieurs étapes de regroupement, elles appartiendront

4. LES RESULTATS

Les tableaux 1 et 2 font apparaître les moyennes, écarts-types et corrélations en prenant en compte à la fois les variables que nous cherchons à expliquer (spécialisation, diversification non reliée et proximité de la diversification) et les variables explicatives (pourcentage des parts détenus pas les dirigeants, pourcentage des parts détenus par des blocs de contrôle et pourcentage des parts détenus par des blocs d'investisseurs institutionnels). Nous avons également considéré une variable de contrôle pouvant avoir un impact sur les relations étudiées : la taille de l'entreprise, cette variable ayant souvent un impact positif sur le niveau de diversification (Lane *et al* 1998). Contrairement aux attentes, la taille n'a pas d'impact sur les différentes variables indépendantes et notamment d'impact positif sur la diversification non reliée. Cela peut être lié à la population retenue qui regroupe des entreprises qui sont toutes de taille importante. Dans notre étude, le coefficient de variation (écart-type / moyenne) sur cette variable est d'environ .05 sur les deux années. Lane *et al* (1998) trouvent une relation positive entre la taille et la diversification, mais la dispersion sur cette variable est beaucoup plus forte que dans notre étude (0.25) ce qui peut expliquer la différence des résultats obtenus.

Tableau 1 : Moyennes, écarts-types et corrélations (données 2004)

		Moy	E.T.	1	2	3	4	5	6	7
1	Spécialisation	64.29	22.50							
2	Diversification reliée	21.38	23.69	-.630** (.000)						
3	Diversification non reliée	14.32	19.09	-.276* (.045)	-.473 (.001)					
4	Div reliée / div totale	.54	.46	-.302* (.044)	.899** (.000)	-.889** (.000)				
5	% des parts détenu par les dirigeants	2.67	7.57	-.167 (.154)	-.236 (.074)	.516** (.000)	-.44** (.005)			
6	% des parts détenu par des blocs de contrôle	14.98	20.30	-.162 (.163)	.349* (.015)	-.292* (.036)	.398* (.011)	-.180 (.136)		
7	% des parts détenu par des blocs d'investisseurs institutionnels	1.54	3.25	-.204 (.107)	.265 (.052)	-.059 (.361)	.174 (.167)	.111 (.251)	.285* (.039)	
8	Log taille	16.69	.80	-.080 (.313)	.126 (.222)	-.144 (.191)	.175 (.165)	-.302* (.031)	.071 (.334)	-.0172 (.147)

† * p < 0,05 ; ** p < 0,01

toutes au même groupe. A chaque étape, chaque objet est regroupé avec l'objet le plus proche selon une fonction de distance et une méthode de combinaison.

Tableau 2 : Moyennes, écarts-types et corrélations (données 2006)

		Moy	E.T.	1	2	3	4	5	6	7
1	Spécialisation	62.84	23.41							
2	Diversification reliée	20.27	22.40	-.549** (.000)						
3	Diversification non reliée	16.18	19.86	-.429** (.003)	-.411** (.005)					
4	Div rel / div totale	.52	.44	-.073 (.336)	.789** (.000)	-.839** (.000)				
5	% des parts détenu par les dirigeants	3.74	10.06	.054 (.373)	-.386** (.008)	.424** (.004)	-.530* (.000)			
6	% des parts détenu par des blocs de contrôle	17.19	23.03	-.0111 (.250)	.345* (.016)	-.313* (.026)	.381* (.011)	-.310* (.028)		
7	% des parts détenu par des blocs d'investisseurs institutionnels	2.60	4.87	-.186 (.128)	.082 (.310)	.102 (.268)	-.044 (.399)	.258 (.056)	.295* (.034)	
8	Log taille	16.82	.90	.162 (.163)	-.056 (.366)	-.152 (.177)	-.010 (.478)	-. 295* (.034)	-.026 (.436)	-.190 (.124)

† * p < 0,05 ; ** p < 0,01

Les tableaux 3 et 4 présentent les résultats de la classification sur la base de la diversification non reliée (respectivement sur les données 2004 et 2006). Les tests utilisés pour étudier les différences entre les groupes sur les variables indépendantes sont ceux de Mann-Whitney pour 2004 (2 groupes) et de Kruskal-Wallis pour 2006 (3 groupes). A noter que dans les tests, les observations sont classées de la plus petite à la plus grande. Cela signifie par exemple que pour 2004, dans le groupe des entreprises les plus diversifiées (Groupe 1), la part du capital détenue par les dirigeants est en moyenne plus élevée que dans le groupe 2 constitué des entreprises les moins diversifiées.

Tableau 3 : Classification sur la variable « diversification non reliée » (données 2004)

	Groupe 1	Groupe 2
Div. non reliée (%)	40.96	3.86
Effectif des groupes	11	28
Rang moyen sur % détenu par dirigeants	25.50	17.94
Rang moyen sur part détenu par les blocs de contrôle	15.64	21.71
Rang moyen sur % détenu par les gros II	19.64	20.14

	U de Mann-Whitney	Signification
% des parts détenu par les dirigeants	93.50	.017 *
% des parts détenu par des blocs de contrôle	106	.118
% des parts détenu par de gros II	150	.860

Tableau 4 : Classification sur la variable « diversification non reliée » (données 2006)

	Groupe 1	Groupe 2	Groupe 3
Div. non reliée	22.78	54.32	1.52
Effectif	12	6	21
Rang moyen sur % détenu par dirigeants	24.17	24.17	16.43
Rang moyen sur % détenu par les blocs de contrôle	16.92	16.17	22.86
Rang moyen sur % détenu par les gros II	21.08	21.08	19.07

Test de Kruskal-Wallis	Khi-deux	Signification
% des parts détenu par les dirigeants	6.68	.035*
% des parts détenu par des blocs de contrôle	3.047	.218
% des parts détenu par de gros II	.035	.787

Les tableaux 5 et 6 mettent en évidence les résultats de la classification sur la base de la variable : proximité de la diversification (respectivement sur les données 2004 et 2006).

Tableau 5 : Classification sur la variable « proximité de la diversification » (données 2004)

	Groupe 1	Groupe 2
Div. reliée / Div totale	0,10	0,96
Effectif	16	17
Rang moyen sur % détenu par dirigeants	20,50	13,71
Rang moyen sur part détenu par les blocs de contrôle	13,25	20,53
Rang moyen sur % détenu par les gros II	15,63	18,29

	U de Mann-Whitney	Signification
% des parts détenu par les dirigeants	80	.013 *
% des parts détenu par des blocs de contrôle	76	.025 *
% des parts détenu par de gros II	114	.268

Tableau 6 : Classification sur la variable « proximité de la diversification » (données 2006)

	Groupe 1	Groupe 2
Div. reliée / Div totale	.04	.87
Effectif	15	21
Rang moyen sur % détenu par dirigeants	22,93	15,33
Rang moyen sur part détenu par les blocs de contrôle	15,43	20,69
Rang moyen sur % détenu par les gros II	18,23	18.26

	U de Mann-Whitney	Signification
% des parts détenu par les dirigeants	91	.009 **
% des parts détenu par des blocs de contrôle	115,5	.128
% des parts détenu par de gros II	152,5	.844

L'analyse des différents résultats amènent à valider l'hypothèse 1, à valider partiellement l'hypothèse 2 et enfin à invalider l'hypothèse 3.

Les résultats corroborent l'hypothèse 1.a

La corrélation entre le degré de diversification non reliée et la part du capital détenue par les dirigeants est positive de façon significative pour 2004 ($p < 0,01$) et 2006 ($p < 0,01$). De la même façon, cette part est plus importante dans le groupe d'entreprises dont le niveau de diversification est plus élevé (tableaux 3 et 4). La différence est significative pour les deux années d'observation ($p < 0,05$).

Les dirigeants ont une part du capital plus importante dans les entreprises qui présentent un degré de diversification non reliée plus élevé.

Les résultats corroborent l'hypothèse 1.b

La corrélation entre le ratio de proximité de la diversification¹⁰ et la part du capital détenue par les dirigeants est négative pour 2004 et 2006 ($p < 0,01$). En 2004 et 2006, les dirigeants ont également une part du capital plus faible dans le groupe des entreprises ayant une forte proximité de diversification (tableaux 5 et 6 : $p < 0,05$ pour 2004, $p < 0,01$ pour 2006). Les dirigeants ont une part du capital plus importante dans les entreprises qui présentent une forte diversification non reliée.

Ces résultats concernant l'hypothèse 1 sont confortés par la relation négative observée entre le coefficient de diversification reliée et la part du capital détenue par les dirigeants. Cette relation n'est pas significative pour 2004 ($p = .074$), mais elle l'est pour 2006 ($p < 0,01$).

Les résultats corroborent partiellement l'hypothèse 2.a

La corrélation entre la diversification non reliée et la part du capital détenu par des blocs de contrôle est négative et significative au seuil de $p < 0,05$ pour 2004 et 2006, comme nous en avons fait l'hypothèse. Cependant, si les blocs de contrôle sont plus présents dans les groupes des entreprises qui présentent un faible taux de diversification non reliée pour les deux années de notre recherche, les différences ne peuvent être validées par les tests statistiques.

Les résultats corroborent l'hypothèse 2.b

La corrélation entre le ratio de proximité de la diversification et la part détenu par les blocs de contrôle est positive et significative pour les deux années d'observation (en 2004 et 2006, $p <$

¹⁰ *Ratio de proximité de la diversification* : CA des activités reliées / CA des activités reliées + CA des activités non reliées.

0,05). La préférence pour la diversification liée au détriment de la diversification non liée dans les choix de diversification est conforme à l'hypothèse.

La classification fait apparaître une présence plus importante des blocs de contrôle dans le groupe des entreprises présentant une forte proximité de la diversification. Cette différence est significative pour 2004 ($p < 0.05$) mais pas pour 2006 ($p = 0.128$).

Les blocs de contrôle ont une part du capital plus élevée dans les entreprises dont la proximité de la diversification est la plus forte. Ces résultats concernant l'hypothèse 2 sont confortés par la relation positive observée entre la part du capital détenue par les blocs de contrôle et la diversification liée. Cette relation est significative pour 2004 ($p=0.05$) ainsi que pour 2006 ($p<0,05$).

Les résultats de la recherche invalident l'hypothèse 3.a

La corrélation entre la diversification non liée et la part du capital détenue par les blocs d'investisseurs institutionnels n'est pas stable. Si elle est négative pour 2004 (conformément à l'hypothèse), elle est positive pour 2006. Cette relation n'est significative ni pour 2004, ni pour 2006.

L'analyse de la classification montre également que les investisseurs institutionnels ne sont pas significativement plus présents dans le groupe des entreprises ayant un niveau de diversification non relié plus faible.

On ne peut établir de relation entre la présence des investisseurs institutionnels et le degré de diversification non liée de l'entreprise.

Les résultats de la recherche invalident l'hypothèse 3.b

La corrélation entre le ratio de proximité de la diversification et la part du capital détenue par les blocs d'investisseurs institutionnels est bien positive en 2004 (conformément à l'hypothèse), mais cette relation n'est pas significative et elle est négative pour 2006. Il n'est pas surprenant de constater que la classification ne fait pas apparaître de différence significative entre les deux groupes sur le degré de présence des investisseurs institutionnels.

On ne peut établir de relation entre la présence des investisseurs institutionnels et la proximité de la diversification de l'entreprise.

5. CONCLUSIONS

Cette recherche montre donc que la part de capital détenue par les dirigeants et la présence des blocs de contrôle ont une influence sur les stratégies de diversification, mais que la seule présence de blocs d'investisseurs institutionnels ne permet pas d'expliquer ces stratégies.

Les entreprises dans lesquelles les dirigeants détiennent une part importante du capital ont tendance à s'engager davantage dans des stratégies de diversification non reliée. Dans cette configuration, les dirigeants cherchent à limiter le risque lié à leur placement ainsi que leurs risques personnels : la réduction des risques spécifiques est bien ici au cœur du raisonnement stratégique (Amihud, Lev, 1981).

Conformément aux suggestions de Wernerfelt, Montgomery (1988) et Markides (1995) les actionnaires non dirigeants ont une aversion pour la diversification conglomerale. Celle-ci en détruisant de la valeur (Shin, Stulz, 1998 ; Scharfstein, 1998) a un impact négatif sur la rentabilité alors qu'elle n'influe pas sur le risque systématique. Ceci est donc conforme à la théorie financière qui montre que les actionnaires ne supportant que le risque systématique la diversification doit s'effectuer au niveau du portefeuille des titres plutôt qu'au niveau du périmètre des activités des entreprises émettrices des titres. Alors que les précédentes études n'apportent pas d'éclairage précis à propos de l'attitude des actionnaires non-dirigeants vis-à-vis de la diversification reliée, cette étude suggère qu'il existe une préférence absolue pour ce type de diversification. Ces actionnaires semblent donc considérer que les gains liés aux synergies sont supérieurs aux coûts qu'engendrent une diversification sous la forme d'une mauvaise allocation des ressources (Shin, Stulz, 1998) et de subventions croisées (Scharfstein, 1998).

Les stratégies de diversification des firmes sont indépendantes de la part de capital détenue par les investisseurs institutionnels. Nos résultats empiriques invalident les hypothèses établies sur les investisseurs institutionnels, à savoir que ces investisseurs sont, en France et depuis plus d'une décennie, des acteurs de la modification du périmètre des activités des grands groupes. Seule leur préférence pour la diversification reliée est finalement confirmée sur une date d'observation. La grande majorité de ces investisseurs semble suivre une stratégie de placement davantage marquée par une gestion passive qui consiste à être présent dans le capital de toutes les entreprises de l'indice et la répartition de leur portefeuille évolue en fonction des arbitrages qui peuvent être effectués à court terme entre les titres.

Ainsi la politique de placement des investisseurs institutionnels ne serait pas dictée par la stratégie de l'entreprise mais davantage, de manière structurelle, par sa présence dans l'indice de référence du marché boursier et de manière conjoncturelle par un arbitrage de court terme entre les titres. Par ailleurs, ces investisseurs ne semblent pas tentés d'influencer l'entreprise pour orienter sa stratégie vers un portefeuille d'activités reliées qui serait plus conforme à leurs attentes, selon la théorie du MEDAF. Finalement, notre recherche amène à suggérer qu'il existe, pour le marché français, une relation négligeable entre les efforts de contrôle du principal lorsqu'il s'agit d'investisseurs institutionnels et le comportement stratégique des agents, résultat qui plaide pour une réflexion renouvelée en matière de *Corporate Governance* et qui appelle ainsi de nouvelles recherches pour mieux appréhender ces phénomènes.

Notre recherche, menée dans le contexte français, conforte donc les résultats de la majorité des études conduites avec des données nord-américaines et notamment les travaux fondateurs d'Amihud et Lev (1981). Aussi, le cadre institutionnel ne semble pas exercer d'influence déterminante sur le comportement des dirigeants-actionnaires et des blocs de contrôle.

Cette recherche présente un certain nombre de limites qui appellent de nouveaux travaux. La population étudiée pourrait être élargie pour intégrer une variété plus grande d'entreprises en termes de taille et de structure de propriété et pour d'autre part analyser l'influence d'autres variables de contrôle telles que le secteur d'activité. Notre recherche se limite à l'analyse de l'influence de la structure de propriété sur les stratégies de diversification des firmes. D'autres choix stratégiques devraient être testés comme le niveau d'intégration des firmes, le degré d'internationalisation ou encore la politique d'innovation des entreprises.

REFERENCES

- Anderson, R. C., Bates, T. W., Bizjak, J.M., Lemmon, M. L. (2000), Corporate governance and firm diversification, *Financial Management*, 29(1).
- Amihud, Y. et B. Lev (1981), Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers, *The Bell Journal of Economics*, 12, 605-617.
- Amihud, Y. et B. Lev (1999), Does Corporate Ownership Structure Affect its Strategy Towards Diversification ? , *Strategic Management Journal*, 20, 1063-1069.
- Batsch L. (2002), *Le capitalisme financier*, Editions La découverte, collection Repères
- Berle, A. A. et G. Means (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.

- Chen, S. S. et K. W. Ho (2000), Corporate Diversification, Ownership Structure and Firm Value, the Singapore Evidence, *International Review of Financial Analysis*, 9, 315-326.
- Daley, L., Mehrotra, V., Sivakumar, R. (1997), Corporate focus and value creation: evidence from spinoffs, *Journal of Financial Economics*, 45, 257-281.
- Demsetz, H. (1983), The Structure of Ownership and the Theory of the Firm, *Journal of Law and Economics*, 26, 375-390.
- Denis, D. J., D. K. Denis et A. Sarin (1997), Agency Problems, Equity Ownership and Corporate Diversification, *Journal of Finance*, 52, 135-160.
- Denis, D. J., D. K. Denis et A. Sarin (1999), Agency Theory and the Influence of Equity Ownership Structure on Corporate Diversification Strategies, *Strategic Management Journal*, 20, 1071-1076.
- Denis, D. J., D. K. Denis et K. Yost (2002), Global Diversification, Industrial Diversification and Firm Value, *Journal of Finance*, 57, 1951-1979.
- Donaldson, L. et J. H. Davis (1991), Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns, *Australian Journal of Management*, 16 (June), 49-64.
- Fama, E. F. et K. R. French (1992), The Cross-Section of Expected Stocks Returns, *The Journal of Finance*, 47, 427-465.
- Fama, E. F. (1980), Agency Problems and the Theory of the Firm, *Journal of Political Economy*, avril, 288-307.
- Fama, E. F. et M. Jensen (1983), Separation of Ownership and Control, *Journal of Law and Economics*, 26, 301-325.
- Fan, J. P. H., Lang, L. H. P., (2000), The measurement of relatedness: an application to corporate diversification, *Journal of Business*, 73(4), 629-660.
- Gomez-Mejia, L.R., H.L. Tosi et T.J. Hinkin (1987), Managerial control, performance, and executive compensation, *Academy of Management Journal*, 30, 51-70.
- Hill, C. et S. Snell (1998), External Control, Corporate Strategy and Firm Performance in Research-Intensive Industries, *Strategic Management Journal*, 9 : 6, 577-590.
- Jensen, M. C. et W. Meckling (1976), Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jensen, M. C. (1986), Agency Costs of Free Cash-Flow, Corporate Finance and Takeovers, *American Economic Review*, 76, 323-329.
- Jensen, M. C. et K. J. Murphy (1990), Performance Pay and Top Management Incentives, *Journal of Political Economy*, 98, 225-264.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes et A. Shleifer (1998), Corporate Ownership around the World, *Journal of Finance*, 54, 471-517.
- Lane, P. J., A. A. Cannella et M. H. Lubatkin (1998), Agency Problems as Antecedents to Unrelated Mergers and Diversification: Amihud and Lev Reconsidered, *Strategic Management Journal*, 19, 555-578.
- Lane, P. J., A. A. Cannella et M. H. Lubatkin (1999), Ownership Structure and Corporate Strategy: One Question Viewed from Two Different Worlds, *Strategic Management Journal*, 20, 1077-1086.
- Malhotra N. (2004), *Etudes Marketing avec SPSS*, Pearson Education.
- Markides, C., (1995), Diversification, Restructuring and economic performance, *Strategic Management Journal*, 16, 101-118.
- Perez R. (2003), *La gouvernance de l'entreprise*, Editions La Découverte, collection Repères
- Perrow, C. (1986), *Complex Organizations: a Critical Essay*, New-York : McGraw-Hill.

- Scharfstein, D. S. (1998), The dark side of internal capital markets II: evidence from diversified conglomerates, *NBER working paper*, n° 5969.
- Shin, H.-H., Stulz, R. M. (1998), Are internal capital markets efficient, *The Quarterly Journal of Economics*, 113, 531-552.
- Shleifer, A. et R. Vishny (1986), Large Shareholders and Corporate Control, *Journal of Political Economy*, 94, 461-488.
- Shleifer, A. et R. Vishny (1989), Managerial Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments, *Journal of Financial Economics*, 25, 123-139.
- Shleifer, A. et R. Vishny (1991), The Takeover Wave of the 1980's, *Journal of Applied Corporate Finance*, 4, 1201-1225.
- Shleifer, A. et R. Vishny (1997), A Survey of Corporate Governance, *Journal of Finance*, 52, 737-783.
- Singh, M., I. Mathur et K. C. Gleason (2004), Governance and Performance Implications of Diversification Strategies: Evidence from Large US Firms, *Financial Review*, 39 : 4, 489-526.
- Stulz, R. M. (1990), Managerial Discretion and Optimal Financing Policies, *Journal of Financial Economics*, 26, 3-27.
- Walsh, J. P. et J. K. Steward (1990), On the Efficiency of Internal and External Corporate Control Mechanisms, *Academy of Management Review*, 15(3), 421-458.
- Wernerfelt, B., Montgomery, C. A. (1988), Tobin's q and the importance of focus in firm performance, *American Economic Review*, 78 (1), 246-250.