

**DENIS LACOSTE**  
**STÉPHANIE LAVIGNE**

*Groupe ESC Toulouse; université Toulouse I*

**ÉRIC RIGAMONTI**

*Groupe ESSCA Angers*



# Les investisseurs institutionnels influencent-ils les stratégies ?

*Cet article cherche à tester l'influence des investisseurs institutionnels sur les stratégies de diversification des groupes français. Après avoir exposé les théories et recherches antérieures sur cette question, nous présentons une étude statistique menée sur les entreprises du CAC 40. Cette étude révèle que la présence de ces investisseurs ne peut expliquer le niveau de diversification des entreprises et en particulier les stratégies de diversification liée. S'ils imposent un cadre comportemental aux entreprises, ces investisseurs n'ont pas vocation à intervenir dans leurs orientations stratégiques.*

Depuis le milieu des années 1990, les investisseurs institutionnels se sont imposés dans le panorama financier des grands groupes français cotés. De nombreux observateurs se sont interrogés sur l'influence de ces nouveaux actionnaires sur le management des entreprises. Des travaux empiriques ont essayé de saisir la réalité de ces investisseurs, d'expliquer les raisons de leur émergence, d'évaluer leur poids dans le système financier et de décrire leur comportement en précisant notamment leurs objectifs et leur influence sur les comportements des firmes (Plihon, Ponssard, 2002).

La majorité des travaux reconnaît l'influence directe des investisseurs institutionnels sur la gouvernance des entreprises, tant en matière de diffusion de l'information que dans la définition d'objectifs élevés de rentabilité. Ces travaux considèrent que les investisseurs institutionnels diffusent un modèle de gouvernance axé exclusivement sur les intérêts des actionnaires (ce modèle *shareholder* venant se substituer à la conception partenariale ou *stakeholder* de l'entreprise, Charreaux, Desbrières, 2001). Certains considèrent même qu'ils influencent directement les décisions stratégiques des entreprises. En particulier, ces acteurs auraient favorisé des stratégies axées sur des portefeuilles étroits, constitués de domaines d'activités très reliés les uns aux autres (Batsch, 2002; Palpacuer *et al.*, 2006). D'autres considèrent en revanche que la montée en puissance des investisseurs institutionnels ne se traduirait pas par une pression systématique au recentrage des entreprises et qu'elle laisserait une large place à la croissance du portefeuille des groupes (Mottis, Ponssard, 2001).

L'objectif de cet article est de réaliser un premier test empirique pour évaluer l'in-

fluence des investisseurs institutionnels sur la conduite stratégique des grands groupes français et d'apporter un élément de réponse à la question de l'existence d'un lien entre la participation des investisseurs institutionnels au capital des entreprises et leur niveau de diversification.

Dans un premier temps, l'article rappelle les travaux académiques de référence réalisés sur la relation entre structure actionnariale et stratégies de diversification des entreprises. Puis, nous présentons les hypothèses ainsi que le cadre méthodologique de l'étude menée sur les grands groupes cotés français. Enfin, l'article discute les résultats sur l'influence des investisseurs institutionnels sur le management stratégique des entreprises.

À partir d'une analyse des structures actionnariales des entreprises du CAC 40 menée pour l'année 2004, nous déterminons le poids relatif des investisseurs institutionnels ainsi que le pouvoir d'influence qu'ils sont à même d'exercer sur les équipes dirigeantes et testons les liens entre ce pouvoir d'influence et le niveau de diversification des groupes. L'étude ne permet pas d'établir de relation entre ces deux variables: le recentrage des entreprises serait donc davantage lié à des contraintes économiques, institutionnelles, sectorielles et internes qu'à des éléments relatifs à la structure de propriété.

## I – STRATÉGIES DE DIVERSIFICATION, ACTIONNAIRES, POUVOIR

De nombreux travaux issus des champs du management stratégique, de l'économie et de la finance ont tenté de mettre en évidence le lien entre structure actionnariale et

choix de diversification des activités avec des conclusions divergentes.

Avant de présenter ces travaux, rappelons l'impact de la diversification sur la performance de l'entreprise mesurée en termes de rentabilité et de risque.

Si les stratégies de diversification reliée conduisent à une amélioration de la performance des firmes (par l'intermédiaire des synergies), en revanche, la plupart des études démontrent que la diversification conglomerale détruit de la valeur (Rumelt, 1974; Porter, 1987). La synthèse de trente années de recherches sur ce thème conduite par Palich *et al.* (2000) montre que la relation en U inversé entre niveau de diversification et performance des firmes est la plus fréquente. La destruction de valeur par la diversification non reliée explique les stratégies de recentrage adoptées depuis la fin des années 1980 (Berger et Ofek, 1995; Batsch, 2002, 2003). Ainsi, pour Batsch, le recentrage est devenu le modèle de croissance de la grande entreprise cotée marqué par une « redéfinition du portefeuille des firmes et des frontières des groupes dans le sens d'un allègement des structures, de la mise en cohérence de leurs activités et de la domination de leurs activités sous l'effet de contraintes financières renforcées au rang desquelles la pression actionnariale » (2002, p. 51).

Si elle a un impact négatif sur la rentabilité, la diversification des activités permet en revanche de réduire le risque de l'entreprise (Amihud et Lev, 1981). En s'appuyant sur des domaines d'activité dont les sources de risque sont différentes, elle permet de stabiliser la performance globale de l'entreprise. Dans ce contexte, la théorie financière moderne, à travers le modèle *Capital Asset Pricing Model*, permet de préciser les

causes de l'aversion des actionnaires vis-à-vis des stratégies de diversification non reliée. Ce modèle décompose le risque total d'une action en un risque spécifique à la firme et un risque systématique (ou risque de marché). Si l'actionnaire peut éliminer le risque spécifique à travers une diversification du portefeuille de ses titres sur le marché financier, le risque systématique ne peut, quant à lui, être éliminé car il est lié à l'évolution de l'ensemble de l'économie. De fait, les actionnaires ne sont sensibles qu'au risque de marché et n'attendent pas d'une entreprise qu'elle diversifie son portefeuille d'activités dans le seul objectif de réduire le risque. Ainsi, s'ils peuvent trouver un intérêt à une diversification reliée qui exploite des synergies, la diversification non reliée ne présente d'intérêt ni en termes de rentabilité, ni en termes de gestion du risque. Finalement, les actionnaires sélectionnent une entreprise non pas sur la diversité de ses activités mais sur son aptitude à dégager la rentabilité maximale sur son cœur de métier.

En revanche, les dirigeants sont concernés par la totalité du risque et pas seulement par le risque spécifique. En effet, ils n'ont pas la possibilité de diversifier leur risque personnel en dehors du champ économique de l'entreprise (Bettis, 1983; Aaker et Jacobson, 1987). D'où l'intérêt pour eux de diversifier les activités, même lorsque cette diversification ne crée pas de valeur comme dans le cas des stratégies conglomerales.

Le conflit d'intérêt entre dirigeants et actionnaires en matière de diversification semble donc évident. La théorie de l'agence, centrée sur l'analyse de ces conflits (Jensen, Meckling, 1976) justifie les stratégies de diversification engagées par les managers par de purs motifs opportunistes :

les dirigeants choisissent de diversifier les activités de leur entreprise, car la diversification leur procure de nombreux avantages. Non seulement elle réduit leur risque personnel ou risque d'emploi (Amihud et Lev, 1981) mais 1) elle accroît leur prestige et leur pouvoir (Jensen, 1986; Stulz, 1990); 2) elle permet d'augmenter la taille de l'entreprise et *in fine* leur rémunération (Jensen, Murphy, 1990); 3) elle leur permet de se rendre indispensable dans la firme (Shleifer, Vishny, 1989). La diversification conglomerate est donc entendue comme le résultat d'un excès de pouvoir des dirigeants (Jensen, 1986). La théorie de l'agence prédit que les dirigeants chercheront à satisfaire leur intérêt personnel et s'engageront dans des stratégies de diversification non reliée à moins d'être contrôlés par de gros blocs d'actionnaires (Demsetz, 1983).

La plupart des travaux empiriques qui se sont intéressés à cette question ont établi une relation négative entre le niveau de contrôle des actionnaires externes et le niveau de diversification stratégique des entreprises : ils valident les conclusions de la théorie de l'agence et de la théorie financière. Ainsi, les travaux pionniers d'Amihud et Lev (1981) démontrent que le degré de diversification est plus élevé dans les firmes qualifiées de « manager controlled » (où aucune partie ne détient plus de 10 % du capital) que dans les firmes « owner controlled » (où une partie détient au moins 10 % du capital). Dans la même lignée, les travaux de Denis *et al.* (1997) révèlent que la probabilité d'une firme d'être diversifiée est négativement corrélée à la détention de gros blocs de contrôle par les actionnaires. Ils valident également l'existence d'une baisse du niveau de diversification des firmes avec la menace de prise de contrôle

externe analysant le recentrage comme la conséquence d'un contrôle des managers par les actionnaires.

Cependant, d'autres recherches ne valident pas l'existence d'une relation entre structure actionnariale et stratégie de diversification des firmes.

Ainsi, les travaux de Lane *et al.* (1998, 1999) démontrent une relation plus que négligeable entre le contrôle des actionnaires et le comportement stratégique des managers. Ces travaux s'appuient notamment sur la « Stewardship Theory » qui stipule que les dirigeants agissent en leur qualité de *steward*, davantage dans l'intérêt global de la firme que dans leur propre intérêt. À la base de cette théorie, se trouve les arguments selon lesquels 1) les conflits ne sont pas la situation dominante dans les organisations; 2) les actionnaires sont la plupart du temps incapables de comprendre tous les éléments des décisions stratégiques et s'en remettent aux décisions des managers. De nombreuses études soulignent que les actionnaires n'ont pas vocation à intervenir dans la définition des orientations stratégiques des firmes : ils s'en remettent aux dirigeants et valideront *ex-post* les stratégies au vu de leur performance. C'est ce que soulignent notamment les travaux de Martinet (2001) pour qui « l'actionnaire (...) apporteur de financement et surveillant de la discipline des dirigeants (...) ne veut, ne peut et n'a pas à être stratège », (Martinet, 2001, p. 58).

Les travaux de Bettis (1983), Fama et French (1992), Lane *et al.* (1998), ou Charreaux et Wirtz (2006) introduisent l'idée selon laquelle actionnaires et dirigeants peuvent être tous deux concernés par le risque spécifique et qu'il n'y a donc pas nécessairement de conflit d'agence : 1) tel est le cas lorsqu'un actionnaire a très large-

ment investi dans une firme unique et devient dès lors sensible au risque spécifique; 2) telle est la conclusion d'études qui ont révélé des anomalies dans le prix des titres signifiant que les actionnaires peuvent être sensibles au risque spécifique (Fama, French, 1992); 3) tel est le cas si on s'inscrit dans une vision élargie de la gouvernance, qualifiée de vision partenariale, selon laquelle tous les partenaires de la firme (salariés, actionnaires, clients, fournisseurs, etc.) supportent un risque résiduel associé à leur investissement spécifique; 4) enfin, le seul risque valorisé par le marché étant le risque systématique car non diversifiable, les dirigeants ne devraient pas être préoccupés par le risque spécifique. Or, cette thèse n'est pas compatible avec la notion même de stratégie des firmes dont l'objectif est d'adapter les ressources et compétences spécifiques de la firme aux mutations de l'environnement: qu'advient-il d'un dirigeant qui ne se soucierait pas de l'arrivée potentielle d'un nouvel entrant et n'érigerait pas des barrières à l'entrée? Qu'advient-il d'un dirigeant qui ne réaliserait pas les investissements en R&D nécessaires pour se protéger de l'obsolescence de ses produits ou d'une rupture technologique? (Van Horne, 1980 dans Bettis, 1983): refuser d'investir reviendrait à ne pas rechercher de position de leader sur son marché, conduirait à des résultats médiocres pour la firme et augmenterait l'exposition au risque spécifique. Finalement, les managers devraient s'engager dans le management du risque spécifique même si les marchés financiers ne rémunèrent pas directement ce risque car il en va du maintien de la position concurrentielle de la firme, variable fondamentale pour la création de valeur pour l'actionnaire.

Précisément, notre étude vise à tester si la pression actionnariale, représentée ici par le pouvoir d'influence que peuvent exercer les investisseurs institutionnels, est à même d'orienter les stratégies de diversification des groupes dans le sens d'un recentrage sur des activités liées.

## II – HYPOTHÈSES ET MÉTHODOLOGIE

Même s'ils ont pu être contestés, la majorité des travaux académiques relatifs à l'étude du lien entre structure actionnariale et stratégies de diversification postulent que les actionnaires sont indifférents au risque spécifique et sont donc :

- averses aux diversifications non reliées.

En effet, la diversification non reliée détruit de la valeur, n'a pas d'intérêt pour eux en termes de réduction du risque global de leur portefeuille de placement et les prive même d'une possibilité d'arbitrage sur le marché financier ;

- favorables aux diversifications reliées qui accroissent le niveau de rentabilité pour un même niveau de risque systématique.

Par ailleurs, l'influence des investisseurs institutionnels sur la stratégie est d'autant plus importante que leur pouvoir sera élevé, soit parce qu'ils interviennent directement dans la prise de décision (assemblées générales, *road show*, etc.), soit parce qu'ils influencent la direction indirectement à travers leurs achats et ventes d'actions et donc l'évolution du cours boursier.

Nous proposons trois hypothèses qui découlent des éléments précédents :

**H1.** *Plus le pouvoir des investisseurs institutionnels est fort dans une entreprise, plus l'entreprise suivra une stratégie de diversification reliée.*

**H2.** *Plus le pouvoir des investisseurs institutionnels est fort dans une entreprise, plus le pourcentage des activités de cette firme constitué par des activités non reliées à l'activité principale est faible.*

**H3.** *Plus le pouvoir des investisseurs institutionnels est fort dans une entreprise, plus le rapport entre le volume des activités reliées et le volume de toutes les activités de diversification est élevé.*

Nous avons testé ces hypothèses sur les entreprises françaises constituant l'indice du CAC 40. Cette population a été choisie en raison de la forte présence dans leur capital des investisseurs institutionnels : aujourd'hui, plus de 45 % du capital de ces firmes est détenu par des fonds étrangers au sein desquels les institutionnels occupent une place importante. L'étude a été conduite sur l'année 2004. Avant d'exposer les résultats de cette recherche, nous précisons les méthodes de mesure du pouvoir des actionnaires, du niveau de diversification des firmes et les méthodes de traitement des données.

### 1. Mesure du pouvoir des actionnaires

À partir de l'analyse des structures actionnariales des entreprises du CAC 40 nous déterminons la part des investisseurs institutionnels dans le capital des firmes<sup>1</sup> et ainsi leur pouvoir d'influence sur les options stratégiques.

Clairement, le pouvoir d'influence est lié à la part de capital détenu par ce type d'actionnaires qui peut influencer les décisions de deux façons 1) *ex-ante* en participant

activement aux instances de décisions de l'entreprise ; 2) *ex-post* en sanctionnant les entreprises dont les orientations ne satisfont pas leurs objectifs. Les chercheurs s'accordent à penser que la portée des deux modes d'action des investisseurs est liée à la part de capital détenue. Des divergences subsistent toutefois dans l'appréciation de la nature du lien entre le degré de participation au capital et l'influence exercée sur les décisions stratégiques.

Nous identifions trois méthodes pour mesurer le lien entre taux de détention et pouvoir :

**Méthode 1.** Certains auteurs, à l'image de Fama et Jensen (1983), considèrent que le pouvoir est indivisible : un actionnaire – ou une coalition d'actionnaires – détient ou ne détient pas le pouvoir. Cette détention est exclusive, autrement dit, si un actionnaire détient le pouvoir, aucun autre actionnaire ne peut influencer sur la direction de l'entreprise. Les tenants de cette approche font donc une hypothèse de non proportionnalité<sup>2</sup>. On peut en effet considérer que de nombreux actionnaires ne souhaitent pas (ou ne peuvent pas) influencer la décision pour des raisons liées au coût du contrôle, au manque de compétences ou encore à l'existence de dispositifs tels que les actions à droit de vote double. Pour les tenants de cette approche, seuls les actionnaires, ou une coalition détenant une fraction importante du capital, déploient les efforts nécessaires au contrôle des organes de direction. Pour qualifier le pouvoir des différents types d'actionnaires<sup>3</sup>, non proportionnel au

1. Base de données *Thomson One Banker Ownership*.

2. Ils s'accordent toutefois pour distinguer plusieurs situations de contrôles (majoritaire et relatif) qui permettent d'obtenir le pouvoir.

3. Dans notre étude, nous avons distingué plusieurs types d'actionnaires : managers, familles, État, entreprises, investisseurs financiers et investisseurs institutionnels.

pourcentage de capital détenu, nous proposons la classification suivante du contrôle.

– Le contrôle unilatéral désigne le cas où un actionnaire de type  $j$  exerce le contrôle dans l'entreprise. Plus précisément, si cet actionnaire (ou une coalition d'actionnaires de même type  $j$ ) détient la majorité des droits de vote en assemblée générale, nous affectons la valeur 1 au pouvoir de ce type  $j$  d'actionnaires. Dès lors, nous notons  $P_j = 1$  et  $P_k = 0$  où  $k$  désigne tous les autres types d'actionnaires qui ne possèdent aucune capacité de contrôle.

– Le contrôle partagé désigne les configurations où  $i$  types d'actionnaires se partagent la fonction de contrôle à travers une coalition. Dans cette configuration particulière, nous notons  $P_j = 1/i$  et  $P_k = 0$  où  $i$  désigne le nombre de types d'actionnaires parties prenantes à la coalition et  $k$  désigne les types d'actionnaires sans capacité de contrôle.

**Méthode 2.** D'autres chercheurs à l'instar de Morck *et al.* (1988) ou La Porta *et al.* (2002) adoptent à l'inverse une approche en termes de capacité d'influence. Ils postulent que la capacité d'un actionnaire à peser sur la stratégie de l'entreprise est proportionnelle à la part de capital détenue. Le pouvoir est divisible et peut être partagé entre des actionnaires de différentes natures. L'hypothèse défendue est ici celle de la proportionnalité. Dans la mise en œuvre de cette méthode, nous considérerons que si un actionnaire détient  $x$  % des actions, il détient également  $x$  % du pouvoir.

**Méthode 3.** Une troisième approche se centre sur la nature et l'importance des blocs de contrôle. Les auteurs qui se focalisent sur cette dimension ont surtout pour objectif de distinguer les entreprises contrôlées par les dirigeants des entreprises

contrôlées par les actionnaires. Ainsi, Palmer (1973) propose de distinguer trois catégories d'entreprise 1) celles pour lesquelles aucun actionnaire détient plus de 10 % du capital (entreprises à « contrôle managérial »), 2) celles dans lesquelles un actionnaire détient plus de 30 % du capital (entreprises à « fort contrôle actionnarial ») et 3) celles pour lesquelles entre 10 et 30 % du capital est détenu par un actionnaire (contrôle « actionnarial faible »). De nombreux chercheurs ont repris l'approche de Palmer, mais les seuils utilisés ont été critiqués par la suite. Le seuil de 5 % a depuis été utilisé pour distinguer les firmes à contrôle managérial des firmes à contrôle actionnarial (Gomez-Meija *et al.*, 1987). Des auteurs comme Lane *et al.* (1998) ont utilisé une mesure continue du contrôle actionnarial en se focalisant uniquement sur tous les actionnaires externes détenant plus de 5 % du capital et en additionnant ensuite leurs parts. Si l'approche de Palmer (1973) est assez proche de la non-proportionnalité, Lane *et al.* (1998) introduisent une approche intermédiaire entre proportionnalité et non-proportionnalité. En effet, ils considèrent qu'en dessous d'un certain seuil de détention, un actionnaire externe n'exerce pas de pouvoir mais qu'au-dessus de ce seuil, son pouvoir se cumule avec ceux des autres actionnaires du même type et leur pouvoir devient proportionnel à la part du capital détenu collectivement. Nous utilisons cette approche qui complète les deux méthodes précédentes en retenant les seuils de 5 % et de 1 % du capital comme niveaux de détention.

Dans le cadre de l'article, nous ne privilégions aucune méthode et nous formulons l'hypothèse que si la relation entre structure actionnariale et niveau de diversification

des firmes est robuste, elle sera établie quelle que soit la méthode de mesure du pouvoir retenue.

## 2. Mesure de la diversification

Pour mesurer le niveau de diversification des entreprises, 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.

Le caractère principal ou secondaire de l'activité est apprécié à la lumière de sa 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. Cela signifie que des éléments de la chaîne de valeur sont communs à différentes activités du portefeuille, conduisant à une meilleure performance d'ensemble. Ainsi, la distribution de contrats d'assurance procure aux banques une amélioration de la performance des réseaux. La présence des constructeurs aéronautiques dans le civil et le militaire permet également une meilleure optimisation de la recherche et développement en répartissant certains coûts sur un volume d'affaires plus important.

Les activités non reliées sont celles qui présentent peu ou pas de synergies avec les autres activités. Soulignons que, pour chaque entreprise du CAC 40, les auteurs ont procédé à une évaluation du niveau de diversification séparément et les résultats ont ensuite été confrontés. Une entreprise a été retirée de l'échantillon en raison de

désaccords entre les auteurs sur les questions de classification, ce qui porte la taille de la population à 39 entreprises.

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. Méthodes de traitement des données

Nous avons procédé à deux types d'analyses complémentaires :

- des analyses de corrélation entre les quatre mesures de diversification et les variables exprimant le pouvoir des différents types d'actionnaires ;
- une analyse typologique qui permet d'identifier des stratégies types en matière de diversification et de mesurer ensuite l'homogénéité des groupes obtenus en termes de d'exercice du pouvoir. Le profil de diversification de chaque entreprise dépend de la répartition de ses activités entre activité principale, activités ayant des synergies fortes avec cette activité principale et activités éloignées du cœur de métier. Il est donc pertinent, pour compléter l'analyse de corrélation, d'identifier des stratégies types de diversification et de mesurer la cohérence interne des groupes obtenus en termes de pouvoir actionnarial. Dans l'hypothèse globale d'une influence des actionnaires sur la stratégie, le pouvoir



exercé par les investisseurs institutionnels doit être différent d'un groupe à l'autre.

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). Deux méthodes utilisant des algorithmes différents ont été utilisées pour identifier les stratégies types de diversification: la méthode des nuées dynamiques, d'une part et la méthode de classification hiérarchique ascendante (critère de Ward), d'autre part.

L'allure du dendogramme de la classification hiérarchique indique la pertinence d'une classification en trois groupes. La méthode des nuées dynamiques donne, pour trois groupes, une classification quasi-identique à celle obtenue par la méthode hiérarchique, ce qui permet de penser que la qualité de la classification est bonne (une seule entreprise est classée de façon différente selon la méthode utilisée).

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

### III – RÉSULTATS

Nous présentons les résultats sur le lien entre le pouvoir des investisseurs institutionnels et la stratégie de diversification des firmes.

#### 1. Analyse des corrélations

Le tableau 1 met en évidence les liens entre les variables mesurant la stratégie de diversification, d'une part et celles mesurant le pouvoir des investisseurs institutionnels, d'autre part.

Les résultats sont sans équivoque: les liens entre diversification et pouvoir des investisseurs sont faibles et non significatifs, quelle que soit la méthode de mesure du pouvoir utilisée.

#### 2. Analyse typologique

Le tableau 2 présente les trois groupes sur lesquels débouche l'analyse typologique. Les différences entre les trois stratégies apparaissent très nettement et recourent les catégories identifiées par Wrigley (1970). Le groupe 1 est constitué d'entreprises qui développent une diversification non reliée, le groupe 2 de firmes ayant opté pour une diversification reliée et finalement le groupe 3 composé de firmes qui sont quasiment « mono-activité ».

**Tableau 1** – Coefficients de corrélations entre le pouvoir des investisseurs institutionnels et les ratios de diversification

Diversification	Ratio de spécialisation	Ratio de diversification reliée	Ratio de diversification non reliée	Ratio de proximité de la diversification
Pouvoir				
Pouvoir proportionnel	0,001 (ns)	-0,420 (ns)	0,095 (ns)	-0,084 (ns)
Pouvoir non proportionnel	0,024 (ns)	0,041 (ns)	-0,032 (ns)	0,011 (ns)
Blocs de contrôle (1 %)	-0,450 (ns)	-0,016 (ns)	0,113 (ns)	-0,122 (ns)
Blocs de contrôle (5 %)	-0,204 (ns)	0,265 (ns)	-0,059 (ns)	0,174 (ns)

**Tableau 2** – Analyse typologique (méthode des nuées dynamiques)

	Classes		
	Groupe 1	Groupe 2	Groupe 3
Effectifs	12	15	12
Ratio de spécialisation	54,58 %	49,31 %	92,73 %
Ratio de diversification reliée	6,07 %	48,29 %	3,08 %
Ratio de diversification non reliée	39,36 %	2,41 %	4,18 %

Le test de Kruskal Wallis (version non paramétrique du test d'analyse de la variance) permet de mesurer l'homogénéité de chaque groupe obtenu sur des variables différentes de celles qui ont servi à la classification. Nous avons ici testé cette homogénéité sur les variables mesurant le pouvoir de chaque type d'actionnaires pour les quatre méthodes utilisées : le tableau 3 présente les différences de pouvoir entre les

groupes. Dans cette méthode qui permet de comparer des rangs, les entreprises sont classées de la plus petite à la plus grande valeur. Pour la méthode 1, pouvoir proportionnel, cela signifie que le pouvoir des investisseurs institutionnels est plus faible (16,42) dans les entreprises très spécialisées (groupe 3) que leur pouvoir (23) dans les entreprises qui ont opté pour une diversification non reliée (groupe 1).

**Tableau 3** – Test de Kruskal-Wallis: Rangs moyens

	Groupe	Effectifs	Rang moyen
Méthode 1 : pouvoir proportionnel	1	12	23,00
	2	15	20,47
	3	12	16,42
Méthode 2 : pouvoir non proportionnel	1	12	21,58
	2	15	21,57
	3	12	16,46
Méthode 3 : blocs de contrôle 1 %	1	12	21,92
	2	15	19,37
	3	12	18,88
Méthode 4 : blocs de contrôle 5 %	1	12	19,33
	2	15	21,13
	3	12	19,25

**Tableau 4** – Test de Kruskal Wallis

	Pouvoir proportionnel	Pouvoir non proportionnel	Blocs de contrôle 1 %	Blocs de contrôle 5 %
Khi-deux	2,041	2,233	,502	,484
Signification asymptotique	,360	,327	,778	,785

La lecture de ce tableau révèle que les différences entre les trois groupes sont très faibles quelle que soit la méthode utilisée. Le test de Kruskal Wallis permet de tester le degré de signification de ces différences. Les résultats sont présentés dans le tableau 4. Ces résultats indiquent que les différences observées ne sont pas significatives du point de vue statistique.

Ainsi, on ne peut pas dire que les groupes d'entreprises ayant des stratégies de diversification distinctes se caractérisent par des différences dans le pouvoir potentiel des investisseurs institutionnels. En d'autres termes, cela semble indiquer que les investisseurs institutionnels ne privilégieraient pas telle ou telle entreprise sur la base de la nature du portefeuille d'activité mis en œuvre.

#### IV – CONCLUSIONS

Notre étude est originale dans la mesure où elle permet de tester empiriquement la relation entre la présence des investisseurs institutionnels dans le capital des groupes français et leurs stratégies de diversification. Plus précisément, l'étude ne permet pas d'observer de lien entre l'influence de ces investisseurs et le niveau de diversification des entreprises. Cela peut être illustré par le cas des groupes Schneider Electric,

Bouygues et PPR. Les deux premiers groupes sont assez diversifiés (deux tiers de leur chiffre d'affaires) dans des activités reliées pour Schneider et non reliées pour Bouygues. Le groupe PPR est également diversifié mais avec une tendance marquée au recentrage (recentrage sur le luxe et cession de différentes activités non reliées). Or, les investisseurs institutionnels sont deux fois plus présents dans le capital des groupes Schneider et Bouygues que chez PPR. Il semble donc que la diversification des deux premiers groupes ne repousse pas les actionnaires institutionnels et que ceux-ci reconnaissent la capacité du management à gérer la diversification. Ce qui ne semble pas aussi évident dans le cas de PPR, où les évolutions du périmètre et des performances des activités du groupe sont restées longtemps incertaines.

Du point de vue managérial cette recherche est intéressante puisqu'elle semble suggérer que les dirigeants n'ont pas à craindre une perte d'autonomie dans la prise de décision stratégique du fait de la présence des investisseurs institutionnels. Si les investisseurs institutionnels s'impliquent dans la gouvernance des entreprises, cela ne signifie pas qu'ils cherchent à influencer les décisions stratégiques. Les investisseurs institutionnels cherchent surtout à disposer des informations nécessaires pour réaliser des antici-

pations de cours. Aussi, l'équipe dirigeante doit surtout expliciter sa stratégie et la justifier auprès des investisseurs.

Plusieurs éléments peuvent être mobilisés pour expliquer ces résultats.

Dans leur secteur d'activité, les investisseurs institutionnels sont évalués sur leur performance relative en termes de rentabilité financière (Artus, Debonneuil, 1999). Ils n'ont donc pas intérêt à se consacrer à un coûteux *monitoring* de la stratégie des entreprises car 1) ce *monitoring* nécessiterait une prise de participation importante qui se ferait au détriment de la liquidité du placement qui conditionne sa performance, et 2) ce *monitoring* bénéficierait aux autres acteurs qui ne supporteraient pas les coûts associés. De fait, les investisseurs institutionnels se concentreraient davantage sur l'exploitation des variations des cours des titres que sur les variables stratégiques influençant leur valorisation. C'est cette idée qui conduit Demsetz (1996) à suggérer que ces investisseurs ont investi dans des compétences financières et n'ont ni les compétences ni même l'intérêt à se transformer en moniteurs de la stratégie des firmes.

Notre étude pourrait suggérer que les investisseurs institutionnels n'ont pas vocation à intervenir dans la définition des orientations stratégiques des firmes et sanctionnent *ex post* les résultats financiers. S'il est désormais établi que ces investisseurs imposent aux entreprises rentabilité et transparence, un tel cadre comportemental ne signifie pas pour autant la définition de choix straté-

giques normés (Mottis, Ponssard, 2001). Dès lors, cette étude appelle de nouveaux travaux visant à tester l'influence respective de facteurs macro-économiques, institutionnels, sectoriels et internes sur les stratégies de portefeuilles des entreprises observées depuis une vingtaine d'années en France.

Notre recherche comporte toutefois deux limites essentielles. D'une part, nous avons voulu focaliser notre recherche sur les très grands groupes car ils sont au centre du débat sur le rôle des investisseurs institutionnels. De fait, la taille de la population observée est trop réduite pour pouvoir mettre en évidence l'impact du secteur de l'entreprise sur sa stratégie. Il pourrait donc être envisagé soit de retenir une population beaucoup plus large afin de contrôler la dimension sectorielle, soit de ne considérer que des entreprises du même secteur affrontant les mêmes problématiques stratégiques. D'autre part, notre recherche, comme la plupart des études antérieures, mesure la diversification et la structure actionnariale sur la même période. Dans un article récent, Goranova *et al.* (2007) ont introduit l'idée que, dans un processus dynamique, les structures de propriété (et en particulier la part détenue par les managers) pouvaient avoir une influence sur l'évolution de la composition du portefeuille d'activités et que, à l'inverse, la diversification pouvait avoir une influence sur les structures de propriété ultérieures. Notre recherche pourrait donc être prolongée en incluant cette perspective longitudinale.

## BIBLIOGRAPHIE

- Aaker D., Jacobson R., "The Cost of Rising in Explaining Differences in Profitability", *Academy Management Journal*, n° 30, 1987, p. 277-296.
- Amihud Y., Lev B., "Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers", *The Bell Journal of Economics*, n° 12, p. 605-617.
- Artus P., Debonneuil M., *Crises, recherche de rendement et comportements financiers : l'interaction des mécanismes microéconomiques et macroéconomiques*, *Architecture Financière Internationale*, Rapport pour le Conseil d'analyse économique, La Documentation Française, 1999, p. 55-96.
- Batsch L., *Le capitalisme financier*, Éditions La Découverte, 2002.
- Batsch L., « Le recentrage : une revue des approches financières », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 6, n° 2, 2003, p. 43-65.
- Berger P.G., Ofek E., "Diversification's effect on firm value", *Journal of Financial Economics*, n° 37, 1995, p. 39-65.
- Bettis R.A., "Modern Financial Theory, Corporate Strategy and Public Policy: Three Conundrums", *Academy of Management Review*, vol. 8, n° 3, 1983, p. 406-415.
- Chandon J.L., Pinson S., *Analyse typologique : théories et applications*, Éditions Mason, 1980.
- Charreaux G., Desbrières P., "Corporate Governance: Stakeholder value versus Shareholder Value", *Journal of Management and Governance*, vol. 5, n° 2, 2001, p. 107-128.
- Charreaux G., Wirtz P., *Gouvernance des entreprises. Nouvelles perspectives*, Édition Economica, coll. « Recherche en gestion », 2006.
- Denis D.J., Denis D.K., Sarin A., "Agency Problems, Equity Ownership and Corporate Diversification", *Journal of Finance*, vol. 52, 1997, p. 135-160.
- Demsetz H., "The Structure of Ownership and the Theory of the Firm", *Journal of Law and Economics*, vol. 26, 1983, p. 375-390.
- Demsetz H., "Ownership and Control: A Review", *International Journal of The Economics of Business*, vol. 3, n° 1, 1996, p. 107-112.
- Fama E.F., French K.R., "The Cross-Section of Expected Stocks Returns", *The Journal of Finance*, vol. 47, n° 2, 1992, p. 427-465.
- Fama E.F., Jensen M., "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*, vol. 26, 1983, p. 301-325.
- Gomez-Mejia L., Tosi H., Hinkin T., "Managerial control, performance and executive compensation", *Academy of Management Journal*, vol. 30, n° 1, 1987, p. 51-70.
- Goranova M., Alessandri T.M., Brandes P., Dharwadkar R., "Managerial ownership and corporate diversification: a longitudinal view", *Strategic Management Journal*, vol. 28, 2007, p. 211-225.
- Jensen M.C., "Agency Costs of Free Cash-Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review*, vol. 76, 1986, p. 323-329.
- Jensen M.C., Meckling M., "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 3, 1976, p. 305-360.

- Jensen M.C., Murphy K.J., "Performance Pay and Top Management Incentives", *Journal of Political Economy*, vol. 98, 1990, p. 225-264.
- Lane P.J., Cannella A.A., Lubatkin M.H., "Agency Problems as Antecedents to Unrelated Mergers and Diversification: Amihud and Lev Reconsidered", *Strategic Management Journal*, vol. 19, 1998, p. 555-578.
- Lane P.J., Cannella A.A., Lubatkin M.H., "Ownership Structure and Corporate Strategy: One Question Viewed from Two Different Worlds", *Strategic Management Journal*, vol. 20, 1999, p. 1077-1086.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., "Corporate Ownership around the World", *Journal of Finance*, vol. 54, 1998, p. 471-517.
- Martinet A.C., « L'actionnaire comme porteur d'une vision stratégique », *Revue française de gestion*, vol. 28, n° 141, 2001, p. 57-76.
- Morck R., Shleifer A., Vishny R.W., "Management Ownership and Market Valuation", *Journal of Financial Economics*, vol. 20, 1988, p. 293-315.
- Mottis N., Ponsard J.P., « Les fonds d'investissement étrangers : la part du mythe », *Sociétal*, n° 31, p. 35, 2001.
- Mottis N., Ponsard J.P., « Évolution et structure de l'actionnariat en France », *Revue française de gestion*, n° 141, 2002, p. 155-181.
- Palich L.E., Cardinal L.B., Miller C.C., "Curvilinearity in the Diversification Performance Linkage: An Examination over Three Decades of Research", *Strategic Management Journal*, vol. 21, 2000, p. 155-174.
- Palmer J.P., "The profit performance effect on the separation of ownership from control in large industrial corporation", *Bell Journal of Economics*, vol. 4, 1973, p. 293-303.
- Palpacuer F., Perez R., Tozanli S., Brabet J., « Financiarisation et globalisation des stratégies d'entreprises : le cas des multinationales agroalimentaires en Europe », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 9, n° 3, septembre 2006.
- Plihon D., Ponsard J.P., *La montée en puissance des fonds d'investissement. Quels enjeux pour les entreprises?*, La Documentation Française, 2002.
- Porter M., "From competitive advantage to corporate strategy", *Harvard Business Review*, mai-juin 1987, p. 43-59.
- Rumelt P.P., *Strategy, Structure and the Economic Performance*, Harvard University Press, Cambridge, 1974.
- Shleifer A., Vishny R., "Managerial Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments", *Journal of Financial Economics*, vol. 25, 1989, p. 123-139.
- Shleifer A., Vishny R., "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance*, vol. 52, 1997, p. 737-783.
- Stulz R.M., "Managerial Discretion and Optimal Financing Policies", *Journal of Financial Economics*, vol. 26, 1990, p. 3-27.
- Wrigley L., *Divisional autonomy and diversification*, DBA dissertation, Harvard University, 1970.