

LA DIVERSIFICATION DES FIRMES ET LEUR APPRÉCIATION PAR LES MARCHÉS

Florence André-Le Pogamp et Patrick Navatte

Direction et Gestion | « La Revue des Sciences de Gestion »

2005/6 n°216 | pages 101 à 109

ISSN 1160-7742

ISBN 9782946490007

Article disponible en ligne à l'adresse :

<https://www.cairn.info/revue-des-sciences-de-gestion-2005-6-page-101.htm>

Distribution électronique Cairn.info pour Direction et Gestion.

© Direction et Gestion. Tous droits réservés pour tous pays.

La reproduction ou représentation de cet article, notamment par photocopie, n'est autorisée que dans les limites des conditions générales d'utilisation du site ou, le cas échéant, des conditions générales de la licence souscrite par votre établissement. Toute autre reproduction ou représentation, en tout ou partie, sous quelque forme et de quelque manière que ce soit, est interdite sauf accord préalable et écrit de l'éditeur, en dehors des cas prévus par la législation en vigueur en France. Il est précisé que son stockage dans une base de données est également interdit.

La diversification des firmes et leur appréciation par les marchés

par Florence André-Le Pogamp et Patrick Navatte



Florence ANDRE-LE-POGAMP
Maître de Conférences,
Université de Rennes 1



Patrick NAVATTE
Professeur des Universités,
Université de Rennes 1

Les dirigeants peuvent décider de diversifier les activités de leur entreprise, la valeur des actifs représentant alors une constellation d'activités reliées ou non entre elles. Y-a-t'il alors neutralité de l'outil « diversification », ou bien celui-ci produit-il au contraire des effets positifs, ou négatifs au niveau de son impact présumé sur la valeur de marché des actifs de l'entreprise ? Pour tenter de trancher ce débat complexe, il faut examiner en détail les différentes contributions récentes. Du point de vue des avantages, on peut noter que cette stratégie peut être considérée comme adaptée pour les firmes qui possèdent une capacité de production excédentaire, qu'elle peut permettre également de réaliser des économies de gamme, dans la mesure où, par exemple, les mêmes circuits de distribution, et les mêmes politiques marketing peuvent être utilisés pour différentes activités. Bien sûr, la firme diversifiée peut également profiter de sa situation pour renforcer son pouvoir de marché, et mettre en difficulté ses concurrents directs n'agissant que sur un seul secteur d'activité. Elle peut, par exemple, baisser ses prix dans un segment donné de marché, et se « rattraper » ailleurs, ce que ne peuvent pas faire les autres. Cet avantage se poursuit au niveau de l'endettement (Lewellen 1971), puisque l'on peut considérer que les *cash-flows* de l'entreprise, non parfaitement corrélés, vont mieux « co-assurer » le remboursement de la dette globale, d'où

l'idée d'un accroissement possible de la capacité d'endettement de la firme. Enfin, il est possible, face à un certain rationnement du capital auquel peuvent faire face les entreprises, que l'apparition d'un marché interne du capital (Li et Li 1996, ainsi que Stein 1997) au sein de la firme diversifiée autorise plus de latitude, et permette de saisir des opportunités d'investissement qui lui auraient été interdites sans cela.

Du point de vue des inconvénients liés à l'adoption d'une telle stratégie, il faut noter que les dirigeants peuvent être tentés de diversifier les activités de leurs entreprises uniquement dans le but de mieux conforter leur propre position. L'accroissement de taille résultant de la diversification opérée procurerait en effet aux dirigeants un pouvoir supplémentaire, leur octroierait un niveau accru de prestige, et diminuerait significativement le niveau de risque qu'ils supportent, du fait de l'occurrence de résultats négatifs dans certaines divisions. La diversification peut en outre conférer aux dirigeants des rémunérations indirectes, et favoriser leur « enracinement » au sein de l'entreprise, tout cela au détriment de la création de valeur. Les modèles faisant référence à « des coûts d'agence » ont souvent été mis en avant pour expliquer les investissements sous optimaux réalisés par les firmes diversifiées (Stulz (1990), Aggarwal et Samwick (2003)).

L'objectif de cet article est de réaliser une synthèse des contributions les plus marquantes des quinze dernières années. La littérature consacrée à la diversification géographique est relativement récente, mais celle ayant trait à la diversification industrielle s'avère nettement plus ancienne et abondante.

Les résultats des travaux allant dans le sens d'une « destruction de valeur » générée par la diversification sont exposés dans un premier temps. On s'attache à montrer dans un second temps, que les effets précédemment signalés ne sont sans doute que la conséquence de méthodologies inadéquates, d'artefacts résultant de la non prise en compte des caractéristiques des entreprises avant opération de diversification, ou encore provenant de l'utilisation de bases de données organisées de manière inadéquate.

1. La diversification et la destruction de valeur

Plusieurs contributions ont mis en exergue une prime négative liée à la diversification au premier titre desquelles figurent celles de Lang et Stulz (1994), Berger et Ofek (1995), et Lins et Servaes (1999). La diversification peut s'apprécier de diverses manières. Ainsi, Lang et Stulz (1994) ont employé trois mesures différentes. Les deux premières utilisent l'indice d'Herfindahl¹ en prenant en compte, soit le montant des ventes ou des actifs investis dans les différents secteurs d'activité, alors que la troisième consiste juste à repérer le nombre de secteurs différents dans lesquels interviennent les entreprises. Les résultats obtenus étant similaires, la dernière mesure citée a souvent été retenue du fait de sa simplicité. Par ailleurs, pour étudier les effets de la diversification, le « *q* de Tobin » (valeur de marché des actions et des dettes sur valeur de remplacement des actifs de la firme) a été très utilisé. Ceci suppose que les marchés financiers soient efficaces, et que la valeur d'une firme ne soit que l'estimation non biaisée de ses *cash-flows* futurs actualisés. En outre, pour être capable d'inférer d'une étude du *q* de Tobin que des bénéfices éventuels puissent émaner d'une politique de diversification, il faut que la valeur du ratio *q* mesure la valeur des actifs immatériels, et que l'on soit capable d'isoler l'effet créé par cette décision spécifique, des autres effets générés par les différents actes de gestion. Par contre, les « études événementielles² » ont été assez peu employées, sans doute à cause de la difficulté à déterminer la date d'annonce réelle de telles opérations, sauf lorsqu'elles s'effectuent par le biais d'une croissance externe. Par ailleurs, parmi ces études,

1. L'indice d'Herfindahl, *H*, est le suivant :

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

avec la part relative du chiffre d'affaires pour un secteur industriel donné. Plus l'indice est proche de 1 et plus l'entreprise est centrée.

2. Cependant, Comment et Jarrell (1995) ont trouvé une relation négative durant les années 1978-1989 entre les rentabilités anormales et plusieurs mesures de diversification (indice d'Herfindahl et nombre d'activités).

Tableau 1 – Prime négative liée à la diversification industrielle

Auteurs	Année	Période d'étude	Pays	Méthodologie	Résultats
Lang et Stulz	1994	1970-1989	USA	q de Tobin	2 segments : — 35 % 3 segments : — 43 % 5 segments : -49 %
Berger et Ofek	1995	1986-1991	USA	Multiple des actifs et du chiffre d'affaires	-12,7 % à - 15,2 %
Lins et Servaes	1999	1994	Allemagne	Multiple des actifs et du chiffre d'affaires	0
		1994	GB		-15.5 %
		1994	Japon		-10 %
Rajan, Servaes et Zingales	2000	1980-1993	USA	q de Tobin	-12 %
Maksimovic et Phillips	2002	1975-1992	USA		Décote

relativement peu d'attention a été consacrée à l'analyse des effets d'une diversification impliquant le degré de liaison entre activités. Les effets de la diversification industrielle et géographique sont successivement passés en revue.

1.1. La diversification industrielle

Les études réalisées sur le thème de la diversification sectorielle montrent que les entreprises qui entreprennent une telle stratégie se trouvent sous-évaluées par le marché. En fait, tout semble se passer comme si une prime négative leur était en fait associée par rapport à un portefeuille comparable de firmes non diversifiées. A l'inverse, dans les années 80, le recentrage des activités sur quelques secteurs a été favorablement apprécié par les marchés³. Avant d'examiner les origines de cette prime négative, détaillons la méthodologie utilisée par ces auteurs.

1.1.1. La description des études fondatrices

Lang et Stulz (1994) ainsi que Berger et Ofek (1995) sont les premiers à avoir constaté l'existence d'une

prime négative sur la valeur totale de la firme associée à la diversification industrielle. Le tableau 1 recense les principaux résultats allant dans le sens de l'existence d'une telle décote.

Lang et Stulz (1994) montrent que le q de Tobin et la diversification sont deux variables qui, quelles que soient leurs définitions, demeurent négativement reliées durant les années 1980, une fois tenu compte d'un certain nombre de variables de contrôle. Ils montrent en outre que les firmes diversifiées possèdent des valeurs de q de Tobin plus faibles que celles de portefeuilles comparables d'entreprises isolées. Lang et Stulz (1994) se demandent alors si des effets sectoriels ne sont pas à la base des faibles performances des firmes diversifiées. Après un test de cette hypothèse, ils concluent que les effets sectoriels expliquent pour une part les faibles performances des firmes diversifiées, mais que l'effet demeure. En utilisant des variables de contrôle (taille de

3. Comment et Jarrell [1995], John et Ofek [1995] ainsi que Berger et Ofek [1995] ont conclu à une augmentation de la valeur de la firme. Berger et Ofek [1995] en réalisant une étude d'événement au moment de l'annonce d'un recentrage sur la période 1983-1993, trouvent une rentabilité anormale moyenne cumulée de 7.3 % et concluent que ce résultat est dû à une réduction des coûts d'agence. En endogénéisant la décision de recentrage, Campa et Kedia [2002] concluent à une moindre augmentation de la valeur de la firme.

la firme, intensité de la recherche développement, et accès au marché financier), ils ont tenté d'isoler de la statistique q , ce qui a trait à la diversification. Là encore, les résultats mettent en relief les faibles performances attribuées à la diversification.

Par ailleurs, Berger et Ofek (1995) calculent la différence existante entre la valeur totale de la firme diversifiée et la somme des valeurs de firmes mono-activité comparables. Ces dernières sont évaluées à partir d'un multiple (rapport médian entre la valeur d'une entreprise mono-activité, et le niveau des ventes ou celui des gains ou encore celui des actifs) qui est ensuite appliqué à la variable retenue (niveau d'activité etc.) du secteur afin d'obtenir une valorisation de marché de l'ensemble de la firme. Cette valeur est censée représenter la valeur qu'aurait la firme si toutes ses divisions étaient gérées comme des entreprises isolées.

Des différences négatives apparaissent entre la valeur « reconstituée » et la valeur de la firme diversifiée, allant dans le sens d'une réduction de valeur associée à la diversification. Quelle que soit la nature du coefficient multiplicateur employé (ventes, actifs, gains), les résultats demeurent similaires, la perte de valeur due à la diversification est estimée à 12,7 % en cas de référence aux actifs, ou à 15,2 % si on utilise les gains. En outre, les firmes semblent perdre d'autant plus de valeur qu'elles deviennent plus diversifiées. Par contre, le fait de posséder plusieurs divisions ayant des relations entre elles semble engendrer des résultats moins négatifs.

1.1.2. Les éléments explicatifs de cette décote

Une mauvaise allocation des ressources au sein des firmes diversifiées ainsi que la présence de coûts d'agence semblent être à l'origine de cette prime négative.

D'une part, des auteurs comme Rajan, Servaes et Zingales (2000) ainsi que Sharfstein et Stein (2000) montrent comment la présence de « luttes de pouvoir ou d'influence » menées par chaque division à l'intérieur d'une firme diversifiée peut influencer les règles d'allocation

des fonds jusqu'à devenir inefficaces à travers les divisions. Rajan, Servaes et Zingales (2000) supposent l'existence de deux divisions à l'intérieur de l'entreprise, avec à la tête de chacune un directeur. D'après leur analyse, pour que les deux retiennent l'investissement optimal, il faut que les divisions ne diffèrent pas trop en termes de surplus créé. Mais à l'inverse, si les opportunités ainsi que les ressources dégagées de division à division sont très différentes, cela peut entraîner une allocation des fonds qui ne soit pas efficiente. En outre, Maksimovic et Phillips (2002) mènent une étude au niveau de la productivité des usines possédées par les conglomerats, et concluent que ces derniers ont globalement une productivité plus faible que celle d'une firme non diversifiée de même taille implantée dans le même secteur d'activités. En favorisant l'investissement dans les secteurs dans lesquels ils sont déjà les plus productifs, les conglomerats entretiendraient l'écart de productivité et donc indirectement une baisse de la productivité globale.

D'autre part, la littérature a fréquemment mis en relief le lien entre diversification et coûts d'agence. Denis, Denis et Sarin (1997) étudient le lien potentiel existant entre l'opportunisme managérial du dirigeant, et la prime négative constatée relative à la diversification. En premier lieu, en utilisant la méthodologie de Berger et Ofek (1995), et en ciblant leur étude sur l'impact de la propriété du capital en matière de diversification, ils montrent que le niveau de diversification est négativement relié à la détention du capital par les dirigeants, ainsi qu'à celle d'investisseurs externes. Ceci suggère que les problèmes liés aux coûts d'agence peuvent être les responsables du maintien d'une stratégie de diversification non optimale pour les firmes. De plus, Aggarwal et Samwick (2003) étudient deux explications possibles de la diversification à l'aide de la théorie de l'agence : la recherche d'une diminution du risque, et d'avantages non monétaires par les dirigeants. Leurs résultats suggèrent que seule la recherche d'avantages personnels possède une influence sur le niveau de diversification. Des auteurs tels que Meyer, Milgrom et Roberts (1992) en développant des modèles de lobbying

estiment quant à eux, que les dirigeants des divisions disposant d'un futur peu prometteur en termes de profits, peuvent être incités à tenter d'influencer le sommet de la hiérarchie pour obtenir des subsides, et réorienter ainsi vers eux les ressources pour tenter de survivre.

Par ailleurs, Lins et Servaes (1999) indiquent que les effets mesurés de la diversification sont différents selon les pays. En effet, ils observent une prime négative associée à la stratégie de diversification d'environ 10 %, au Japon, d'à peu près 15 % au Royaume Uni, et non significative en Allemagne. Dans ce dernier pays, la forte concentration du capital semble jouer un rôle important au niveau du « *monitoring* » pour éviter l'apparition d'une prime négative, tandis qu'il n'en serait pas de même au Japon et au Royaume Uni.

1.2. L'apport à l'analyse de la diversification géographique

La diversification géographique a nettement augmenté ces dernières années. Beaucoup d'entreprises diversifient leurs champs d'opération, à la fois d'un point de vue sectoriel mais également d'un point de vue géographique.

1.2.1. L'occurrence d'une prime négative associée à la diversification géographique

Selon Denis, Denis, et Yost (2002), la proportion des firmes diversifiées internationalement a crû de 29 % à 45 % de 1984 à 1997, et pour ces entreprises, la proportion du chiffre d'affaires réalisé à l'étranger est passée de 21 % à 29 % durant la même période. Ils montrent qu'il n'y a aucune corrélation négative entre les deux formes de diversification au niveau de l'entreprise, les deux formes de diversification apparaissant comme complémentaires. Denis, Denis, et Yost (2002) ont analysé les conséquences de la diversification géographique, à l'aide d'une méthode similaire à celle employée par Berger et Ofek (1995). Les résultats

montrent qu'en moyenne les firmes internationalement diversifiées sont valorisées par le marché, avec une prime négative (18 %) de même ampleur que celle attribuée aux firmes diversifiées sectoriellement (20 %). Les firmes de l'échantillon qui sont diversifiées sous les deux aspects enregistrent une sous-évaluation de l'ordre de 32 %.

1.2.2. Des conflits d'agence et des coûts de monitoring renforcés

Doukas et Pantzalis (2003), en fondant leur étude sur l'analyse des leviers d'endettement à long terme, montrent que les coûts d'agence dans un contexte de diversification géographique, sont plus importants pour les firmes multinationales que pour les firmes non diversifiées géographiquement. Les efforts de *monitoring* doivent devenir en effet plus intensifs en raison de l'éloignement géographique de certaines filiales. Les activités des firmes multinationales étant plus dispersées, des difficultés dans le rassemblement et le traitement de l'information entraînent des coûts de contrôle plus élevés que ceux des firmes non diversifiées géographiquement.

2. La remise en cause de l'effet négatif supposé généré par la diversification

Des travaux récents tendent à montrer que l'effet négatif induit par ce type de stratégie n'est pas aussi évident que celui mis en exergue dans les études susmentionnées. En effet, des problèmes d'ordre méthodologique, et relatifs à l'utilisation de données organisées de façon imparfaite, ont été soulevés dans ces dernières études.

2.1. Les problèmes méthodologiques des études antérieures

Whited (2001) ainsi que Mansi et Reeb (2002) prétendent que les résultats selon lesquels les conglomérats diversifiés sont dévalorisés par les marchés par rapport

à un portefeuille comparable de firmes diversifiées, peuvent simplement provenir d'erreurs de mesure quant aux concepts évoqués⁴. Par ailleurs, selon Matsusaka (2001), Graham, Lemmon et Wolf (2002), Campa et Kedia (2002) ainsi que Gomes et Lidvan (2004), la non prise en compte dans les méthodologies utilisées de la situation des firmes avant diversification et de leurs caractéristiques, peut conduire à attribuer à la diversification des effets qui sont en réalité produits par d'autres causes.

2.1.1. Le *q* de Tobin : un indicateur médiocre des futures opportunités d'investissement

En effet, beaucoup d'études se fondent sur cet indicateur pour apprécier les opportunités d'investissement futures existantes dans un secteur d'activité bien qu'il représente sans doute assez mal cette variable complexe. Whited (2001) a tenté de déterminer si l'erreur de mesure impliquée par l'utilisation du *q* de Tobin avait affecté les résultats des études précédentes. Puisque l'on ne peut pas observer précisément la variable « opportunités d'investissement », les « *cash flows* » d'une division seront censés faire office de variable « *proxy* ». Cependant, la réalité peut être difficile à représenter si les rentrées de fonds intervenues dans une première division sont corrélées aux investissements à réaliser dans une seconde division. Ceci se produit par exemple en cas d'intégration verticale (Chevalier, 2000). Le *q* de Tobin est donc loin de pouvoir prendre en compte toute cette complexité.

2.1.2. La non prise en compte de la situation des firmes avant diversification

Selon Matsusaka (2001), ainsi que Gomes et Lidvan (2004), la stratégie de diversification peut permettre à la firme de saisir de nouvelles opportunités stratégiques. Par ailleurs, selon Campa et Kedia (2002) ainsi que Graham, Lemmon et Wolf (2002), le non contrôle de

certaines caractéristiques de l'entreprise a pu avoir pour conséquence d'attribuer à la diversification des effets produits par d'autres causes.

• La non réussite dans son secteur d'activité

Une firme peut vouloir se diversifier si elle se trouve confrontée à un changement technologique majeur dans son secteur d'activité qui met à mal sa compétitivité. Une telle entreprise supportera d'ailleurs des coûts d'opportunité plus faibles pour se lancer dans une telle opération. Par ailleurs, une entreprise qui possède une ressource « organisationnelle » unique, et qui désire en tirer profit, peut être incitée à entrer de manière coûteuse dans différents secteurs pour expérimenter dans lesquels d'entre eux, elle pourra en bénéficier au mieux si elle dispose d'une information incomplète. Matsusaka (2001) présente ainsi un modèle dans lequel une entreprise qui souhaite maximiser sa valeur abandonne les avantages de la spécialisation, pour rechercher une meilleure position étant donné ses atouts. Il est clair que pendant la période de transition ou de recherche de cette meilleure situation, la valeur de la firme pourra chuter, et devenir inférieure à celle d'une entreprise « mono-segment ».

• La maturité et la saisie d'autres opportunités

Par ailleurs, Gomes et Livdan (2004) supposent que les entreprises se diversifient pour deux raisons. D'abord, la diversification permet de bénéficier des économies de gammes en éliminant les redondances à travers les différentes activités, et en abaissant les coûts fixes de production par unité produite. Ensuite, la diversification permet à une entreprise qui a atteint une certaine maturité, et qui

4. Mansi et Rebb (2002) signalent que certaines études précédemment citées ont mesuré la valeur des firmes diversifiées en utilisant la valeur comptable des dettes. Or celle-ci peut mal estimer la valeur de marché que l'on devrait observer en raison de la diminution du risque, toute chose égale par ailleurs au niveau de la structure des taux d'intérêt.

croît à un rythme faible, de saisir de nouvelles opportunités productives. La formalisation de cette dernière idée implique que la production enregistre à mesure qu'elle augmente des rendements d'échelle décroissants qui peuvent amener la firme à rechercher des opportunités de bénéfices ailleurs. Dans ce modèle, les firmes se diversifient lorsqu'elles enregistrent de moins bonnes performances dans leur secteur. Il n'est donc pas surprenant de constater qu'elles se vendent avec un *premium* négatif, ce qui a une influence lorsque l'on compare les résultats obtenus à la moyenne du secteur.

• La prise en compte des « singularités » des firmes qui se diversifient

En utilisant la méthodologie de Berger et Ofek (1995), Campa et Kedia (2002) montrent que les caractéristiques de l'industrie ne sont pas sans importance. L'idée de base est que certaines firmes qui disposent de caractéristiques particulières sont plus aptes que d'autres à se diversifier. Sans l'introduction des variables de contrôle, ils retrouvent les mêmes résultats que les auteurs précédents. Cependant, dès que l'on en tient compte, la réduction de valeur soi disant due à la diversification disparaît, et parfois se transforme en gain de valeur. Dans le même ordre d'idée, Villalonga (2004b) recourt à l'inférence causale afin d'estimer la prime en tenant compte d'un indicateur de la propension à diversifier. Ceci a été fait pour les conglomérats ainsi que pour les segments qui les composent en fonction des caractéristiques propres à chaque élément, de manière à réaliser des comparaisons pertinentes. Elle parvient à montrer que la diversification ne détruit pas de valeur.

De même, selon Graham, Lemmon et Wolf (2002), la soi disant prime négative associée à la diversification n'a pas lieu d'être, s'il existe des différences systématiques avant opération entre les firmes isolées, et celles qui se sont faites absorber par les conglomérats. Ces auteurs ont mis en place une méthodologie d'analyse plus fine que celles employées précédemment. En effet, on peut qualifier « d'avec » ou « sans » celle utilisée jusqu'ici dans la quasi

totalité des études, et comparant des firmes diversifiées avec « des portefeuilles d'entreprises miroirs » agissant dans un seul secteur d'activité. En utilisant une autre méthodologie, c'est-à-dire l'approche « avant », « après » faisant appel à des variables de contrôle sur le niveau d'activité, il peut être possible de vérifier le bien-fondé de certains résultats, voire de les remettre en question. Graham, Lemmon et Wolf (2002) ont construit un échantillon d'entreprises constitué de firmes impliquées dans des fusions et acquisitions pour lesquelles une étude événementielle est menée. Le résultat indique que le cours boursier augmente significativement de 3 % lors de cette annonce, alors que si l'on emploie la méthodologie de Berger et Ofek (1995) les firmes « acquérantes » voient leurs performances diminuer d'environ 7 % durant la période de deux ans qui entoure l'opération. Pour identifier l'origine du déclin, une étude a été menée sur les caractéristiques des firmes acquises avant opération. Les résultats indiquent qu'elles enregistrent déjà une prime négative de l'ordre de 10 % juste avant opération. Ceci explique largement la chute de performance des firmes « acquérantes » après opération que la firme acquise ait ou non une activité reliée à celle de l'entreprise « acquérante », qu'elle accroisse ou non le nombre de segments de marché dans lesquels elle est impliquée.

2.2. L'imperfection des données et des mesures de la diversification

L'étude de Villalonga (2004a) part d'un certain scepticisme quant à l'affirmation selon laquelle la diversification détruirait de la valeur. Elle tente de savoir si cet effet ne serait pas induit par un classement inadéquat des segments de marché, et/ou par une mesure de la diversification biaisée.

2.2.1. Le classement inapproprié des entreprises par « segments de marché »

Cet auteur se demande si cet effet n'est pas dû à un biais dans le classement des données effectué par la base

Compustat. Cette base fournit des données financières par segments de produits qui représentent au moins 10 % des montants des ventes totales, des actifs ou des profits. Les données fournies permettent de déterminer immédiatement quelles sont les firmes diversifiées ou non, et les secteurs industriels dans lesquels les entreprises opèrent. Ceci influence alors la valorisation en déterminant quelles sont les valeurs de marché des différents sous-ensembles à comparer avec la valeur globale de l'entreprise. De plus, des changements interviennent souvent dans le nombre de segments déclarés par les entreprises sans qu'il y ait autre chose à survenir qu'une autre manière de présenter la même réalité. Tout ceci indique qu'il existe un biais dans les données. L'intégration verticale étant très mal représentée à travers la classification des codes SIC (Standard Industrial Classification), Fan et Lang (2000) ont proposé une mesure plus précise et nuancée des interactions entre industries en utilisant des données de flux de marchandises inter-industries. Ces auteurs parviennent aux résultats selon lesquels l'intégration verticale entraînerait une baisse de valeur alors que l'intégration horizontale (dite complémentaire) aurait permis durant certaines périodes d'accroître la valeur (années 70-80).

2.2.2. L'inadaptation de la mesure retenue concernant la diversification

Pour bien mesurer ses effets, il faut d'abord bien définir ce qu'est la diversification. Or dans la base Compustat, un « segment de marché » peut correspondre à deux activités ou beaucoup plus, éventuellement connectées par intégration verticale, ou autrement... Parfois les activités regroupées dans un segment sont sans relation aucune. Par ailleurs, Villalonga (2004a) utilise une autre base de données. Il s'agit de BITS (Business Information Tracking Series) une base permettant d'éviter les problèmes mentionnés plus haut au sujet de la base Compustat. Le résultat de l'étude fait apparaître, lorsqu'elle est menée à partir des segments existants sur Compustat une prime négative à la diversification, et une prime positive lorsqu'elle est menée sur les

« business units » de BITS par rapport à des portefeuilles de firmes comparables. Plus précisément pour Villalonga (2004a), il existe une prime négative à la diversification lorsqu'il n'y a aucune relation entre les différentes entités formant le tout. Cependant, en cas de diversification impliquant des relations entre unités productives ou segments de marché, on constate un *premium*, c'est-à-dire un effet positif.

Tableau 2 – Remise en cause de la Prime liée à la diversification : Synthèse des résultats empiriques

Auteurs	Année	Période d'étude	Pays	Résultats	Base de Données
Mansi et Reeb	2002	1988-1999	USA	0	WORLD SCOPE
Campa et Kedia	2002	1978-1996	USA	-11 % 18 %	COMPU STAT
Graham, Lemmon et Wolf	2002	1978-1995	USA	0	COMPU STAT
Villalonga	2004	1989-1996	USA	-18 % +28 %	COMPU STAT BITS

Le tableau 2 présente les résultats obtenus à partir de méthodologies intégrant les éléments remettant en cause la prime négative associée à la diversification. Ces résultats, tout en admettant une certaine diversité ne sont plus systématiquement négatifs. Les études de Graham, Lemmon et Wolf (2002) et de Mansi et Reeb (2002) suggèrent une conclusion compatible avec la thèse de la neutralité. En revanche, selon Campa et Kedia (2002) et Villalonga (2004), la stratégie de diversification pourrait induire une prime positive sur la valeur de l'entreprise.

Conclusion

Selon la théorie financière moderne, seul l'investissement peut influencer la valeur de l'entreprise sur un marché financier efficient. La stratégie de diversification n'a donc de sens pour une entreprise que si elle permet à la firme d'investir là où il est possible de créer de la valeur. Mais temporairement, des ajustements peuvent empêcher des

résultats positifs de survenir... Le fait que certaines entreprises diversifiées soient très endettées montre bien les difficultés qu'ont les firmes à retrouver « des créneaux porteurs », une fois déstabilisées dans leur secteur d'origine. Bien sûr, certaines firmes diversifiées sont pratiquement non « endettées », et dans ce cas, elles ne semblent pas subir de la part du marché financier une sanction quelconque par le biais d'une prime négative. Il apparaît donc bien qu'en l'état actuel de la recherche, la diversification ne puisse être considérée comme un outil détruisant de la valeur mais plutôt comme un instrument à la disposition de la firme pour lui offrir un degré de liberté supplémentaire en termes de stratégie. Il faut admettre qu'il est très difficile d'isoler l'effet « diversification », même en utilisant beaucoup de variables de « contrôle » pour tenir compte des autres déterminants des performances de la firme. En outre, on peut se demander comme Martin et Sayrack (2003) s'il n'existe pas un moyen d'étudier plus précisément les diversifications qui impliquent des divisions sans aucune relation, et celles où des effets d'intégration verticale ou autres effets de gamme peuvent jouer. Par ailleurs, peu de distinctions sont faites pour étudier les effets de la diversification obtenue par mode de croissance interne ou externe. Pour l'instant, on peut noter que les mesures de diversification utilisées ont été un peu « rustres », la classification des segments de marché (SIC : Standard Industrial Classification), ne pouvant rendre qu'imparfaitement compte de la complexité des stratégies, et la diversification géographique étant mal identifiée, surtout quand elle est combinée à une autre forme d'investissement.

On peut donc se demander, si pour mieux appréhender le phénomène, il ne faudrait pas utiliser des indicateurs d'entropie permettant justement de tenir compte du degré d'intégration des différentes divisions ou industries entre elles. Au total, comme le disent Martin et Sayrack (2003), « much remains to be done ».

Bibliographie

Aggarwal R., A. Samwick [2003], « Why Do Managers Diversify Their Firms? Agency Reconsidered », *The Journal of Finance*, 53 (1), 71-118
 Berger P., E. Ofek [1995], « Diversification's Effect on Firm Value », *The Journal of Financial Economics*, 37, 39-65

Campa J.-M., S. Kedia, [2002], « Explaining the Diversification Discount », *The Journal of Finance*, 57 (4), 1731-1762
 Chevalier J., [2000], « What do We Know about Cross-Fertilization? Evidence from the Investment Policies of Merging Firms », *Working Paper*, University of Chicago
 Comment R., G. Jarell, [1995], « Corporate Focus and Stock Returns », *The Journal of Financial Economics*, 37, 67-87
 Denis D., D. Denis, K. Yost [2002], « Global Diversification, Industrial Diversification and Firm Value », *The Journal of Finance*, 52 (5), 1951-1979
 Denis D., D. Denis, A. Sarin, [1997], « Agency Problem, Equity Ownership and Corporate Diversification », *The Journal of Finance*, 52 (1), 135-159
 Doukas J.A., C. Panzalis, [2003], « Geographic Diversification and Agency Costs of Debt of Multinational Firms », *The Journal of Corporate Finance*, 9, 59-92
 Fan J., L. Lang, [2000], « The Measurement of Relatedness: an Application to Corporate Diversification », *The Journal of Business*, 73 (4), 629-660
 Gomes J., D. Livdan [2004], « Optimal Diversification: Reconciling Theory and Evidence », *The Journal of Finance*, 59 (2), 507-535
 Graham J., M. Lemmon, J. Wolf, [2002], « Does Corporate Diversification Destroy Value? », *The Journal of Finance*, 57 (2), 695-720
 John K., E. Ofek, [1995], « Asset Sales and Increases in Focus », *The Journal of Financial Economics*, 37, 105-126
 Lang L., R. Stulz, [1994], « Tobin's q , Corporate Diversification and Firm Performance », *The Journal of Political Economy*, 102, 1248-1280
 Lewellen W.G., [1971], « A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger », *The Journal of Finance*, 26, 521-531
 Li D., S. Li, [1996], « A Theory of Corporate Scope and Financial Structure », *The Journal of Finance*, 51, 691-709
 Lins K., H. Servaes, [1999], « International Evidence on the Value of Corporate Diversification », *The Journal of Finance*, 54 (6), 2215-2239
 Maksimovic V., G. Phillips, [2002], « Do Conglomerate Firms Allocate Resources Inefficiently Across Industries? Theory and Evidence », *The Journal of Finance*, 52 (2), 721-767
 Mansi S., D. Reeb, [2002], « Corporate Diversification: What Gets Discounted? », *The Journal of Finance*, 57 (5), 2167-2183
 Martin D.J., A. Sayrack, [2003], « Corporate Diversification and Shareholder Value: a Survey of Recent Literature », *The Journal of Corporate Finance*, 9, 37-57
 Matsusaka J., [2001], Corporate Diversification, Value Maximization, and Organizational Capabilities, *The Journal of Business*, 74, 409-431
 Meyer M., P. Milgrom, J. Roberts, [1992], Organizational Prospects, Influence Costs, and Ownership Changes, *The Journal of Economics and Management Strategy*, 1, 9-35
 Rajan R., H. Servaes, L. Zingales, [2000], « The Cost of Diversity: The Diversification Discount and Inefficient Investment », *The Journal of Finance*, 55 (1), 35-81
 Scharfstein D., J. Stein, [2000], « The Dark Side of Internal Capital Market: Divisional Rent-Seeking and Inefficient Investment », *The Journal of Finance*, 55, 2537-2564
 Stein J.-C., [1997], « Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources », *The Journal of Finance*, 52 (1), 111-133
 Stulz R., [1990], « Managerial Discretion and Optimal Financing Policies », *The Journal of Financial Economics*, 26, 3-27
 Villalonga B., [2004a], « Diversification Discount or Premium? New Evidence from the Business Information Tracking Series », *The Journal of Finance*, 59 (2), 479-506
 Villalonga B. [2004b], « Does Diversification Cause the « Diversification Discount? », *Financial Management*, 33 (2), 5-27
 Whited T. [2001], « Is it inefficient Investment that Causes the Diversification Discount? », *The Journal of Finance*, 56 (5), 1667-1691.