



DIVERSIFICATION, RISQUE ET PERFORMANCE FINANCIERE

Frantz MAURER
Professeur Associé
Bordeaux École de Management

Pôle de recherche « Décision, Management &
Performance »
CEREBEM
Centre de Recherche de Bordeaux Ecole de Management
N°115-07, mai 2007

Frantz Maurer

Est professeur de finance à Bordeaux Ecole de Management, est titulaire d'un Doctorat ès sciences de gestion (spécialité finance) de l'Université Montesquieu-Bordeaux IV. Il est également habilité à diriger des recherches en sciences de gestion (HDR). Avant de s'orienter vers une carrière académique, Frantz a été cambiste pendant trois ans dans une banque privée française. Il a également travaillé comme consultant freelance au sein de la *European Risk Practice* d'IBM (2000-2005). Frantz a publié ces dernières années plusieurs articles académiques (*Finance, Contrôle, Stratégie, Revue Française de Gestion, La revue du FINANCIER*) et professionnels (*BANQUE Stratégie, La Revue BANQUE, Futures & OTC World*) sur le thème de la gestion des risques financiers. Ses travaux de recherche actuels portent sur l'application des modèles VaR dans l'entreprise non financière, et l'utilisation des copules dans le domaine de la gestion des risques. En collaboration avec Marc Bertonèche, *Visiting Professor* à Harvard Business School, Frantz a rédigé récemment une note pédagogique destinée à des cours de MBA, intitulée: “*Understanding Corporate-Value-at-Risk through a Comprehensive and Simple Example*”. (www.hbsp.harvard.edu).

DIVERSIFICATION, RISQUE ET PERFORMANCE FINANCIERE

Résumé

A partir d'une revue de la littérature stratégique et financière, ce cahier de recherche propose une analyse de l'interconnexion entre trois thèmes fondamentaux de la recherche en gestion: la diversification, le risque et la performance financière.

Longtemps considérée comme une stratégie génératrice de performance pour l'entreprise, la diversification a été remise en cause au motif qu'elle ne serait rien d'autre qu'un palliatif de l'insuffisance des perspectives offertes par l'activité traditionnelle de la firme. Dès lors, il est bien difficile d'évaluer l'impact véritable de cette stratégie sur la performance financière de l'entreprise. On accorde généralement à la diversification le mérite de favoriser l'exploitation de synergies entre les différentes activités de la firme, en oubliant que les bénéfices de ces synergies n'ont rien d'automatique. Bien que cette hypothèse de liaison entre activités semble être frappée au sceau du bon sens, sa vérification empirique reste peu convaincante malgré un effort de recherche qui n'a jamais faibli ces trente dernières années. Le volume considérable d'études disponibles manque souvent de clarté et se révèle parfois contradictoire.

Concernant la relation entre risque et rentabilité, là encore on recense des résultats empiriques qui diffèrent sensiblement, interdisant de fait toute ambition normative. Les limites de l'approche moyenne-variance, cadre méthodologique de référence de l'analyse de la relation risque-rentabilité, sont désormais clairement établies. L'utilisation d'une mesure du risque autre que la variance semble par conséquent nécessaire, dès lors qu'il s'agit de spécifier et tester des modèles théoriques de la relation risque-rentabilité. C'est probablement à cette condition qu'il sera possible de progresser sur le chemin d'une meilleure compréhension de la chaîne de causalité reliant le risque à la rentabilité.

Mots-clés: *Diversification ; Management du risque ; décision ; stratégie ; rentabilité*

Abstract

Based on a literature review of strategic management and finance, this working paper aims to analyze the relationship between three fundamental themes of management science research: diversification, risk, and financial performance.

Diversification has been viewed for a long time as a strategy yielding profitability. Over the last two decades, some have argued that diversification would be nothing more than a stopgap measure used by firms whose core business is decreasing. As a result, it is not easy to evaluate the real impact of such a strategy on the financial performance of a firm. However, there is a kind of general agreement about diversification, dealing with the positive effect of exploiting synergies between different activities of the firm. Easier said than done. Positive effects of synergies are far from being automatic. Whereas this '*relatedness hypothesis*' seems to be very logical and meaningful, its empirical validation is still questionable despite a strong research effort of more than thirty years. There are a huge number of empirical studies on the diversification-performance relationship, but results are often unclear and sometimes contradictory.

Regarding the relationship between risk and return, empirical results tell a very similar story. As there is neither theoretical nor empirical consensus among researchers, it is impossible to deliver normative rules in terms of management. The shortfalls of the mean-variance approach—the traditional methodological framework to investigate the risk-return relationship—are now well known. Thus, using a different measure of risk than variance seems to be necessary, when it comes to specify and test theoretical models of the risk-return relationship. There is no doubt that it is the road to take if the aim is to better understand the causality linking risk and return.

Key Words: *Diversification; Risk Management; Decision; Strategy; Profitability*

INTRODUCTION

« De même que l'eau n'a pas de forme stable, il n'existe pas de conditions permanentes » écrit Sun Tzu dans « L'art de la guerre » (IV^e siècle av. J.-C.)¹, le plus ancien traité de l'art militaire, chef-d'œuvre chinois à portée universelle sur l'usage de la stratégie d'approche indirecte. C'était d'emblée reconnaître son importance à la capacité de s'adapter à une situation imprévue, à un environnement instable.

Avec une considérable avance, cet ouvrage dégage l'essence de la stratégie. Il va sans dire, en effet, qu'il n'y a pas de stratégie indépendante de l'environnement et que, par conséquent, aucune stratégie ne saurait être universellement supérieure indépendamment du contexte de sa mise en œuvre. La stratégie de diversification, par exemple, après avoir connu une période de gloire durant près de deux décennies, lorsque l'environnement macro-économique mondial des années 60 et 70 était particulièrement favorable, a été accusée de tous les maux lorsque la croissance a faibli.

Fallait-il crier haro sur la diversification au motif qu'elle n'était tout simplement plus en phase avec l'environnement économique de l'entreprise ? Certes, la performance médiocre de certains conglomérats n'a rien fait pour redorer le blason de la stratégie de diversification. Les économistes financiers n'ont rien arrangé à l'affaire en démontrant qu'un investisseur pouvait constituer par lui-même un portefeuille d'actifs proche d'une « frontière efficiente », représentant le meilleur rendement possible pour une unité de risque. Puisqu'il est manifestement moins coûteux de diversifier un portefeuille de titres financiers qu'un portefeuille d'activités, la question se pose de savoir qui doit diversifier : la firme ou l'actionnaire ?

La recherche en management stratégique s'est très tôt intéressée à la relation entre la diversification de la firme et sa performance réalisée. Un volume considérable d'études empiriques a été consacré à ce thème et publié dans des revues académiques spécialisées. La quasi totalité repose sur une hypothèse d'homogénéité de la période observée, et considère, pour paraphraser Sun Tzu, que la relation diversification-performance est de forme stable. Or, il n'y a aucune difficulté à admettre, à la suite de ce grand stratège militaire, qu'il n'existe pas de conditions permanentes. Les marchés financiers, qui passent par une succession irrégulière de phases haussières et baissières, en sont une des manifestations les plus évidentes.

Fort de ce constat, on peut s'étonner que l'impact des fluctuations boursières sur la performance des firmes diversifiées ait été négligé par la recherche en management stratégique. Et ce, d'autant plus que les marchés financiers ont joué un rôle grandissant dans le déroulement des actions stratégiques des grandes entreprises ces dernières années.

Puisqu'il semble que toutes les stratégies soient potentiellement performantes (dans le cas contraire, quel saurait être leur intérêt ?), l'effort de recherche devrait

¹ *L'Art de la guerre. Les Treize Articles*, Éditions Mille et une nuits, 1996, p. 56.

s'attacher à décrire de quelle manière différentes conditions peuvent favoriser une stratégie plutôt que l'autre. Certes, il est indéniable que les mouvements du marché financier influent sur la performance de la firme dès lors que son bêta est différent de zéro (ce qui est toujours le cas), et ceci, qu'elle soit diversifiée ou non. Par contre, la question se pose de savoir si l'influence de la stratégie de diversification sur la performance de la firme est modifiée par les mouvements baissiers/haussiers qui régissent le marché financier. La présence de fluctuations boursières suggère en effet que la performance de la diversification peut ne pas être équivalente durant les phases baissières et haussières (Maurer, 1998).

La stratégie de diversification et le risque sont étroitement liés puisque la réduction du risque a pu être présentée comme un des motifs principaux de la diversification. En tant que composante essentielle de la décision stratégique, le risque trouve naturellement sa place dans bon nombre d'études empiriques qui relèvent de la recherche en stratégie.

L'utilisation de mesures dérivées du Medaf a permis de préciser la relation entre stratégie de diversification et risque. Par exemple, Montgomery et Singh (1984) ont montré que les firmes diversifiées non liées présentaient des niveaux de risque systématique plus élevés que les firmes diversifiées liées. Lubatkin et Chatterjee (1991) mettent à jour une relation curviligne en U entre risque et diversification, à partir d'une estimation par le Medaf du risque systématique et non systématique. Un pan entier de la recherche empirique en management stratégique s'est intéressé à la relation risque-rentabilité, et a utilisé la variance des rendements comme mesure du risque. A partir d'un échantillon de 85 industries, Bowman (1980) trouva une relation négative entre risque et rentabilité dans 56 d'entre elles, une relation positive dans 21 autres, et aucune relation dans les 8 restantes. La relation risque-rentabilité négative observée par Bowman se vit attribuer le statut de 'paradoxe' au motif que la théorie financière indiquait une relation de signe opposé. Fiegenbaum et Thomas (1986) ont montré que ce paradoxe disparaissait lorsque des mesures du risque, telles que celles suggérées par le Medaf, étaient employées.

Ce survol rapide de la littérature stratégique marque déjà le rôle central de la mesure du risque. En fait, deux mesures du risque prédominent dans la littérature stratégique : le bêta du Medaf et la variance (Ruefli et al., 1999). Elles représentent deux approches distinctes du risque : financière pour le bêta, comptable pour la variance. L'approche comptable du risque présente l'intérêt d'être simple à calculer. L'approche du risque par les marchés financiers, bien que plus lourde à mettre en œuvre, a le mérite de reposer sur une théorie élégante et largement acceptée, le Medaf.

L'adoption de mesures du risque importées d'autres disciplines n'est pas sans poser problème. D'aucuns leur reprochent de mal correspondre à la façon dont les managers appréhendent le risque, et d'être assez éloignées de la réalité des situations stratégiques. Par exemple, le calcul de la variance des rendements sur une période quelconque ne permet pas d'isoler la dimension négative du risque liée à la réalisation de pertes. On suppose alors implicitement que les deux événements de performance « gain » et « perte » ont la même probabilité d'occurrence. Or, cette hypothèse est difficilement défendable confrontée à la réalité concurrentielle de l'entreprise. L'étude de la relation risque-rentabilité, telle qu'elle a pu être

envisagée dans la littérature stratégique, illustre particulièrement bien les insuffisances de l'approche moyenne-variance (Ruefli, 1990).

L'objectif de ce cahier de recherche est de mettre en exergue l'interconnexion entre trois concepts fondamentaux de la gestion– la diversification, le risque et la performance financière– à partir d'une revue de la littérature qui se veut pluridisciplinaire. Outre quelques incursions dans le domaine de la psychologie, il faut cependant reconnaître (au risque d'abuser le lecteur) que l'essentiel ici concerne la stratégie et la finance, puisque seront abordés successivement les trois thèmes suivants:

1. La performance financière de la stratégie de diversification
2. La relation risque-rentabilité
3. Le manager face au risque. L'exemple de la diversification

1- LA PERFORMANCE FINANCIERE DE LA STRATEGIE DE DIVERSIFICATION

Etudier la performance financière de la stratégie de diversification impose de renoncer d'emblée à des conclusions normatives, tant le manque de convergence des résultats issus de la recherche empirique est flagrant (Palich et al., 2000). Sans doute les conditions d'efficacité d'une stratégie fondée sur l'exploitation de synergies ne sont-elles pas encore clairement définies. Parmi les nombreux facteurs explicatifs disponibles pour expliquer ce manque de convergence, on peut distinguer le rôle incertain de la liaison entre activités (1.1), le poids du contexte institutionnel (1.2), et les effets de performance liés aux fluctuations boursières (1.3).

1.1- Le rôle incertain de la liaison entre activités

La mesure de la diversification, fondée sur l'approche par les ressources de la firme, est un des facteurs les plus souvent mis en exergue afin d'expliquer des résultats empiriques pour le moins contrastés. En focalisant l'analyse de la diversification sur la question de la liaison entre activités, ce cadre théorique considère que l'interrelation est le véritable vecteur de motivation de la diversification, et non une simple condition nécessaire au succès de cette stratégie (Barney, 1988 ; Penrose, 1959). La croissance rentable repose sur la réalisation d'économies de champ dans l'exploitation de ressources rares, et la liaison entre activités définit par conséquent le potentiel de croissance de la firme.

Traditionnellement, la liaison entre activités est envisagée et mesurée comme une interrelation en termes de produits ou marchés (e.g., l'indice entropique et les catégories stratégiques de Rumelt (1974)). Cependant, une firme peut également générer et exploiter des synergies lorsqu'il y a partage ou transfert de capacités et ressources critiques entre activités. Le partage de ressources ou le transfert de capacités au sein du portefeuille d'activités de la firme est possible si les ressources et les capacités nécessaires à chaque activité sont similaires ou liées les unes aux autres. La mesure adéquate de la liaison entre activités est par conséquent une

interrelation en termes de ressources critiques et de capacités, et non en termes de produits et marchés (Markides et Williamson, 1996). Il s'en suit que les interrelations stratégiques au sein du portefeuille d'activités de la firme ont vraisemblablement un impact plus important sur sa performance que la taille et le nombre d'activités. Cette idée fonde la vision contemporaine de la diversification liée. En l'absence d'opportunités de partage d'actifs stratégiques spécifiques à la firme, la performance globale sera inférieure à celle correspondant à la somme des différentes activités prises isolément (Robins et Wiersema, 1995).

Les mesures de la diversification occupent une place de choix dans les travaux cherchant à relier la stratégie de portefeuille d'activités de la firme et sa performance financière, tant il est vrai qu'elles peuvent influencer de façon significative les résultats de recherche (Hall et St John, 1994). Les mesures disponibles de la diversification sont le plus souvent appréhendées comme de simples approches alternatives d'une problématique commune. Elles sont pourtant susceptibles de produire des résultats contradictoires, car elles sont plus ou moins sensibles à la structure du portefeuille d'activités envisagé. Robins et Wiersema (2003) ont d'ailleurs montré que le nombre d'activités et la taille relative de l'activité dominante ont un effet significatif sur les deux mesures continues de la diversification liées les plus utilisées dans la recherche en stratégie, l'indice concentrique et l'indice entropique.

Une autre explication traditionnelle du manque de clarté des résultats de l'étude de la relation diversification-performance a trait aux effets de l'industrie d'appartenance de la firme (e.g., Bettis, 1981 ; Christensen et Montgomery, 1981). Ces études sont parmi les premières à avoir mis à jour que les firmes diversifiées liées opéraient dans des industries plus attractives que les firmes diversifiées non liées. S'appuyant sur ce résultat, ces études ont avancé l'idée selon laquelle les firmes présentes dans des industries structurellement attractives devraient poursuivre une stratégie de diversification liée, et celles présentes dans des industries structurellement peu attractives, une stratégie de diversification non liée. Ces études ont ensuite suggéré que la rentabilité supérieure des firmes diversifiées liées, ne s'expliquait pas en raison de la supériorité intrinsèque de cette stratégie, mais simplement parce qu'elles étaient présentes dans des industries structurellement attractives et donc plus profitables avant de se diversifier.

Ces premiers résultats et les propositions associées ne lèvent que partiellement le voile sur la relation causale entre stratégie de diversification et attractivité de l'industrie d'appartenance. On est en droit en effet de se demander pourquoi les firmes diversifiées liées opèrent dans des industries plus profitables que les firmes diversifiées non liées. Est-ce la stratégie de diversification liée qui a permis à ces firmes d'entrer dans des industries plus rentables (Wernerfelt et Montgomery, 1986), ou est-ce simplement parce que les firmes déjà présentes dans des industries très attractives se sont diversifiées dans des industries liées (Christensen et Montgomery, 1981) ? Corrélativement, la question se pose de savoir si la performance supérieure de la diversification liée s'explique par la plus forte rentabilité générée par cette stratégie, ou simplement parce que les firmes les plus performantes sont engagées dans un processus de diversification liée, alors que les firmes peu performantes poursuivent une diversification non liée.

En fait, une part non négligeable des différences de performance ex post entre les firmes diversifiées liées et non liées, résulte simplement des différences de performance ex ante, et non pas de l'effet de la stratégie de diversification *per se* (Park, 2003). Autrement dit, la diversification liée est plus performante que la diversification non liée, non pas parce que cette stratégie est intrinsèquement supérieure à l'autre, mais simplement parce que les firmes diversifiées liées étaient déjà plus performantes et/ou opéraient dans des industries plus attractives que les firmes diversifiées non liées. Ces résultats suggèrent l'action de deux types de corrélations artificielles entre la stratégie de diversification et la performance subséquente de la firme : la rentabilité antérieure de l'industrie d'appartenance et la rentabilité antérieure de la firme elle-même.

1.2- Le poids du contexte institutionnel

La convergence des formes organisationnelles est un thème central des études comparatives entre pays. L'argument commun de ce courant de recherche suggère que des facteurs techniques contraignent les firmes à adopter des stratégies de diversification dites « cohérentes » (Teece et al., 1994). Teece et al. émettent l'idée selon laquelle la liaison entre activités au sein de la firme se reflète dans la diversification inter-industries. Si les firmes trouvent avantage à combiner leurs activités avec des technologies et des marchés interreliés, les paires d'industries liées en termes de technologie ou de marché devraient être en interrelation via le processus de diversification de la firme.

L'apport essentiel de ces auteurs est de mettre à jour une relation entre le maintien du niveau de cohérence de la firme diversifiée et la croissance du nombre de ses activités. Ce résultat s'inscrit en droite ligne de l'approche technologique de la diversification. Indépendamment des différences de contexte institutionnel et historique, les structures de marché permettant aux forces concurrentielles d'opérer une sélection parmi les firmes devraient aboutir à un modèle convergent. Dans le cadre de ce modèle, le degré d'interrelation entre activités de la firme diversifiée augmente dans le temps et est associé à la diversification « cohérente ». L'hypothèse implicite est que si les technologies et les structures de marché fondamentales d'une industrie sont relativement constantes d'un pays à l'autre, au moins ceux parvenus à un stade avancé de capitalisme, les interrelations entre industries devraient être indifférentes à l'influence du contexte national et institutionnel. On devrait donc logiquement observer une convergence des stratégies de diversification inter-industries parmi les pays développés à économies de marchés.

Une approche concurrente de cette vision déterministe et convergente de la diversification est proposée par la thèse institutionnelle (North, 1990). Cette perspective théorique considère que le processus de diversification est fondamentalement conditionné par des facteurs institutionnels propres à chaque pays. Ces facteurs reflètent des spécificités nationales au niveau de trois éléments essentiels définissant l'environnement institutionnel : la propriété de la firme (qui possède et combien ?), son organisation hiérarchique (qui est autorisé à prendre des décisions ?), et la politique gouvernementale (qui peut influencer sur les décisions de diversification de la firme ?). Soumis, ou en tous cas, significativement influencé par des modes de gouvernance et des contraintes de ressources spécifiques à chaque

pays, les processus de diversification industrielle devraient logiquement différer sensiblement entre pays.

Des travaux récents contredisent l'hypothèse d'un modèle commun de diversification entre pays. Kogut et al. (2002) invalident la thèse technologique sur la base d'une étude portant sur cinq pays développés : France, Allemagne, Japon, Royaume-Uni et Etats-Unis. Compte tenu de la contrainte exercée par certains environnements institutionnels, même si ces pays sont soumis à la globalisation, la convergence du processus de diversification n'a rien d'un phénomène inéluctable. Les résultats de Mayer et Whittington (2003) montrent également qu'il existe des variations de performance liées à la stratégie de diversification entre la France, l'Allemagne et le Royaume-Uni, même s'ils ne parviennent pas à les expliquer complètement. Cette influence du contexte national pourrait expliquer, au moins en partie, le faisceau de résultats contradictoires qui caractérise jusqu'à présent l'effort de recherche consacré à la diversification (Grant, 2002).

L'influence d'un environnement institutionnel complexe sur les décisions relevant du management stratégique prend un relief particulier dans le cadre des économies émergentes. Ces économies sont caractérisées par un potentiel de marché qui s'explique en grande partie par les opportunités structurelles et l'incertitude environnementale générées principalement par des interférences institutionnelles. Les opportunités structurelles stimulent la performance de la stratégie de diversification, tandis que les interférences institutionnelles l'entravent (Luo, 2002). Ces deux variables contextuelles sont des facteurs génériques qui modèrent la relation entre performance et diversification, au même titre que la structure de propriété et les mécanismes de gouvernance de la firme. Ramaswamy et al. (2002) soulignent en effet que les différents objectifs et la volonté de contrôle de différents groupes d'actionnaires a pu influencer la stratégie de diversification des firmes en Inde.

Faut-il alors réellement s'étonner que la diversification non liée (ou conglomérat), contestée par bon nombre de pays industrialisés, soit une stratégie plus performante que la spécialisation dans les économies émergentes (Khanna et Palepu, 2000), ou que les firmes Taiwanaises les plus diversifiées soient aussi les plus efficaces en termes de coût (Day, 2003) ? Probablement pas, puisqu'il semble désormais établi que la performance des stratégies de diversification diffère d'un pays à l'autre. La relation entre la stratégie de diversification et la performance de la firme est fortement conditionnée par ce que Wan et Hoskisson (2003, p.29) appellent la « munificence environnementale » du pays considéré. De ce point de vue, l'environnement domestique constitue un champ d'action crucial, car les firmes vont adopter des stratégies de diversification appropriées au contexte national dans le but de réaliser une performance supérieure. Par conséquent, la relation entre la stratégie de diversification et la performance de la firme diffère lorsqu'elle est observée dans des environnements nationaux différents.

Malgré un grand nombre de recherches disponibles sur le thème de la relation diversification-performance, très peu ont été effectuées dans le cas français, et les principaux résultats empiriques proviennent presque exclusivement d'échantillons composés de firmes américaines. Pourtant, les développements précédents indiquent clairement que l'impact de la stratégie de diversification sur la

performance boursière de l'entreprise n'est pas identique d'un pays à l'autre. Il semble difficile en effet de transposer directement l'expérience américaine de la diversification au contexte français et vraisemblablement européen. L'étude de la diversification impose de distinguer entre les comportements stratégiques qui relèvent d'un modèle théorique supposé universel, et ceux qui sont spécifiques à un contexte économique, industriel et politique, ou issus d'une culture managériale différente de celle des Etats-Unis.

Par exemple, on observe une différence de logique stratégique entre l'expérience américaine et européenne de la diversification. Le processus de diversification des entreprises européennes a été fortement contraint par un certain nombre de facteurs. Les managers de ces entreprises ont justifié la décision de s'engager dans de nouvelles activités en raison de marchés devenus trop étroits, du déclin de leur activité principale, ou de la nécessité de recycler un excédent de ressources lorsqu'ils atteignaient leur niveau optimal de performance dans leurs activités initiales. Au contraire, le processus de diversification des firmes américaines n'a pas été conditionné par une nécessité stratégique, mais s'inscrivait plutôt dans une logique de recherche et d'exploitation d'un avantage compétitif.

En outre, dans le cas français et contrairement aux Etats-Unis, l'autorité politique a joué un rôle actif dans la gestion d'un certain nombre de groupes industriels de premier plan. Ayant atteint une position dominante dans des marchés matures ou en déclin, ces entreprises furent incitées par le biais d'avantages fiscaux et d'aides financières, entre autres, à se tourner vers des activités nouvelles comme le secteur de la haute technologie afin de maintenir un niveau acceptable de profitabilité et de croissance. En encourageant ces entreprises à investir dans des secteurs d'activité éloignés de leurs activités basiques, le contexte institutionnel français a pu favoriser le développement de la stratégie de diversification non liée.

Il faut également souligner que la capacité d'une entreprise à modifier sa stratégie de diversification est limitée par son histoire. Les opportunités de changement stratégique futur sont en effet contraintes par le mode de développement particulier adopté par l'entreprise jusqu'alors. Une fois qu'une stratégie est implémentée dans l'entreprise, il peut être très difficile d'en changer sans nuire à la cohérence de l'ensemble. Le délai nécessaire pour faire évoluer un conglomérat vers une stratégie fondée sur des activités liées, et la spécificité des compétences managériales requises pour gérer efficacement un ensemble diversifié non lié, sont deux facteurs qui peuvent engendrer une perte de cohérence organisationnelle et créer de sérieuses inefficiences dans l'entreprise.

1.3- Les effets de performance liés aux fluctuations boursières

La littérature stratégique n'est pas avare d'arguments pour justifier la supériorité de la diversification liée. Les plus fréquemment cités concernent la réalisation d'économies d'échelle, des mécanismes de gouvernance interne plus efficaces, les transferts de compétences centrales entre activités, et la mise en commun d'actifs complémentaires. L'effet conjugué de ces différents facteurs permet la réalisation de certaines formes de synergies (le plus souvent en termes de production ou de distribution), et par conséquent, de réduire les coûts opérationnels d'une ou plusieurs divisions et/ou de mieux différencier les produits, et donc de les vendre

plus cher. Au contraire, les firmes très peu diversifiées (stratégie d'activité unique ou dominante) ou au contraire très diversifiées (stratégie d'activités non liées) ne bénéficient pas de l'effet des synergies liées aux interrelations organisant le firme diversifiée-liée. La disparité des technologies associées aux différentes activités de la firme diversifiée non liée exclut toute opportunité de mise en commun de ressources. Le manque de cohérence stratégique entre les différentes activités de l'entreprise empêche le développement de toute synergie autre que financière.

Lorsque le marché boursier est baissier, la plupart des entreprises font face à une situation caractérisée par un faible niveau de cash-flows, des opportunités de croissance peu nombreuses et une incertitude élevée sur le montant des cash-flows futurs. Dans un tel environnement défavorable, la firme diversifiée-liée a un avantage compétitif sur d'autres moins diversifiées, en raison des synergies générées par les différentes formes de liaison entre ses activités. L'exploitation d'interrelations tangibles, intangibles ou concurrentielles peut amortir dans une certaine mesure la sensibilité de leur rentabilité aux perturbations économiques générales. Par exemple, la firme diversifiée dont les activités sont liées contraintes à la possibilité de répartir sa capacité de production, son réseau de distribution et les frais administratifs (ou n'importe quelle combinaison de ces facteurs) entre deux produits ou plus. Elle peut ainsi mobiliser et exploiter ses ressources à des niveaux de coûts très proches de leurs seuils minimaux, même durant les périodes de récession. En période de marchés haussiers, l'avantage compétitif de la diversification liée est a priori beaucoup moins flagrant. Dans un tel environnement favorable, la plupart des firmes ont en effet de nombreuses opportunités d'investissement intéressantes, et ont tendance à atteindre leurs objectifs de performance plus facilement. Il n'y aurait donc pas de difficultés majeures à gérer un portefeuille d'activités non liées durant un marché boursier haussier.

Comme indiqué précédemment, les mesures traditionnelles de la liaison entre activités fournissent une vision incomplète et surtout exagérée des possibilités réelles pour une entreprise d'exploiter les synergies entre ses différents domaines d'activité. Leur portée est limitée car elles assimilent les gains associés à l'existence de ces interrelations à la seule exploitation statique d'économies d'échelle. Or, si les économies d'échelle représentent un avantage court terme significatif de la diversification liée, le véritable levier de performance provient essentiellement des opportunités de création et de partage d'actifs stratégiques difficilement substituables et imitables. On aurait ainsi accordé un peu trop rapidement un avantage compétitif à la diversification liée traditionnelle, axée sur des similitudes de marché/technologie, alors que seule l'interrelation stratégique est véritablement source de performance. Les synergies associées à la stratégie de diversification liée, censées générer une valeur totale supérieure à la somme des valeurs individuelles créées par les différentes parties de l'entreprise, sont peut-être en définitive plus souvent apparentes que réelles.

Durant un marché haussier, caractérisant un environnement porteur et riche d'opportunités, on peut penser que la création ou l'acquisition d'actifs stratégiques est favorisée. La firme diversifiée non liée pourrait alors augmenter notablement sa capacité à acquérir les actifs stratégiques qui fondent l'avantage compétitif de la diversification liée. En d'autres termes, un actif stratégique l'est-il toujours autant lorsque les conditions de marché sont favorables ? Certes, indépendamment de la

nature de l'environnement, l'actif stratégique est, par définition, difficilement imitable et accessible à des niveaux de coûts faibles pour un concurrent non diversifié ou diversifié non lié. Cependant, si on accepte l'idée que l'acquisition de ce type d'actifs ou compétences par une entreprise diversifiée non liée est facilitée durant un marché haussier, on peut penser que l'avantage compétitif de la stratégie d'activités liées s'en trouve affaibli.

Cependant, afin de se prononcer sur l'intérêt éventuel pour l'entreprise de procéder à des opérations de diversification liée ou non liée, il faudrait pouvoir observer une différence entre le potentiel de création de valeur de ces deux principaux modes de diversification. Savoir si la mise en œuvre d'une stratégie de diversification par une entreprise est en soi créatrice de valeur permet en effet de répondre à une question apparemment simple: pour une entreprise donnée, est-il préférable de se diversifier encore ou, au contraire, de se recentrer ?

A l'aide de tests non-paramétriques de Mann-Whitney, Maurer (2003) montre que les deux modes de diversification ne sont pas équivalents en termes de création de valeur, et que la stratégie non liée crée plus de valeur que la stratégie liée. Par ailleurs, on observe que la diversification est une stratégie moins risquée que la spécialisation, et que la stratégie d'activités non liées est préférable à la stratégie liée en termes de performance rendement/risque.

Ces résultats conduisent à préciser en quoi une stratégie d'activités non liées peut être une stratégie attractive, puisqu'ils semblent valider le modèle intermédiaire de la relation diversification-performance. Selon ce modèle théorique, l'avantage spécifique de la diversification non liée provient essentiellement de l'exploitation de synergies financières, permettant de réduire le risque global de l'entreprise par le jeu d'effets de portefeuille. On peut cependant avancer un motif non financier pour justifier le choix de cette stratégie. La diversification non liée permet de se protéger de menaces émanant d'un environnement hostile, susceptible de mettre en péril la survie des activités présentes de l'entreprise.

Confrontée à un changement soudain et radical dans son environnement pertinent, la survie d'une entreprise dépend de sa capacité à se désengager rapidement de ses activités fragilisées et à reconstruire à partir des activités saines restantes. L'entreprise diversifiée non liée limite l'impact maximum d'un choc survenant sur l'une de ses activités. L'absence de lien entre activités caractérisant la stratégie non liée isole l'entreprise des menaces ou chocs émanant de l'environnement. Cette stratégie se révèle donc particulièrement adaptée à des environnements turbulents, soumis à de fréquentes évolutions soudaines et radicales. La liaison entre activités semble donc être une arme à double tranchant qui peut à la fois générer des synergies mais aussi accroître la vulnérabilité de la firme aux chocs extérieurs.

2- LA RELATION RISQUE-RENTABILITE

S'il faut en croire Ruefli et al. (1999, p. 168), la recherche en management stratégique, à quelques rares exceptions près (e.g. Miller et Leiblein, 1996 ; Collins et Ruefli, 1992) est dominée par des mesures du risque facilement calculables et

empruntées à d'autres champs disciplinaire (la finance pour l'essentiel). En conséquence, toujours selon ces auteurs, la conceptualisation du risque en stratégie s'est focalisée à tort sur la notion de variabilité de la performance, dont la variance est l'indicateur privilégié, en occultant les préoccupations réelles des managers et des stratèges en matière de risque. Il en résulte une définition étroite et une mesure simplifiée à l'excès du risque. Or, le risque est avant tout un concept à géométrie variable (2.1), ce qui explique sans doute la sophistication croissante de la gestion du risque dans l'entreprise (2.2), et la difficulté à identifier les déterminants de la décision en situation de risque (2.3).

2.1- Le risque: un concept à géométrie variable

Le risque est un des concepts les plus fréquemment utilisés dans plusieurs champs disciplinaires affiliés aux sciences sociales, et les chercheurs diffèrent sensiblement dans la représentation qu'ils en ont (Yates et Stone, 1992). La science économique et la psychologie définissent le risque comme un état ou une situation dans lequel les décideurs connaissent les conséquences possibles de leurs décisions et les probabilités associées (Arrow, 1971). Dans le domaine du management stratégique, il est très rare de disposer d'une telle information. Le plus souvent, en effet, le manager doit se contenter d'avoir une idée plus ou moins précise des résultats potentiels de ses décisions. Le risque est donc souvent assimilé à de l'incertitude, c'est-à-dire des résultantes et/ou des probabilités incertaines et quasiment impossible à prévoir (Baird et Thomas, 1985). Par conséquent, les chercheurs en management stratégique ont eu tendance à associer le risque à la variation de performance que le manager ne peut maîtriser. Le risque est alors lié à l'impossibilité de prévoir les réalisations possibles ou scénarios de sortie d'une décision. Corrélativement, la prise de risque est relative à des actions entreprises par le manager dont les conséquences sont incertaines.

Les notions de "risque" et de "prise de risque" sont deux axes de réflexion essentiels de l'étude de la prise de décision stratégique. Le comportement face au risque stratégique est un des points d'ancrage de l'analyse de l'attitude stratégique. Généralement, la prise de risque stratégique réfère « aux actions stratégiques de l'entreprise qui provoquent une variation de la rentabilité, qui impliquent de se risquer dans l'inconnu, et qui peuvent aboutir à la défaillance de l'entreprise » (Baird et Thomas, 1985, p. 231). Si on considère que le risque est une problématique centrale de la gestion des organisations, il est important de comprendre les raisons qui poussent les managers à prendre des décisions risquées.

A l'instar d'un courant de plus en plus affirmé au sein de la littérature stratégique, on peut cependant penser que les managers conçoivent le risque uniquement en termes d'éventualités défavorables. Ils sont donc essentiellement concernés par les seules variations négatives de la performance, et non par la variation totale de celle-ci (March et Shapira, 1987), telle que mesurée par la variance. De nombreuses études se sont intéressées à la représentation du risque chez les managers. Les interviews de cadres menées par Mao (1970) révèlent que les managers définissent le risque comme la non réalisation d'un niveau-cible de rentabilité plutôt qu'en termes de variance. MacCrimmon et Wehrung (1986) suggèrent que l'importance de la perte encourue, l'éventualité de réaliser une perte et le fait d'être exposé à la survenance d'une perte sont l'essence même du risque.

March et Shapira (1987) rapportent que lorsqu'on demande à des managers si, selon eux, le risque correspond mieux à la distribution de toutes les réalisations ou scénarios de sortie possibles, uniquement aux réalisations négatives, ou uniquement aux scénarios de sortie favorables, 80% répondent que, dans leur esprit, seules les réalisations défavorables sont associées au concept de risque. Baird et Thomas (1990) font une analyse critique des différentes définitions et mesures opérationnelles du risque utilisées en stratégie. A partir d'une enquête menée auprès d'analystes financiers spécialisés dans six industries différentes, ces auteurs indiquent que le montant de la perte et sa probabilité de survenance sont les définitions du risque les plus importantes parmi sept possibles.

La diminution potentielle de la rentabilité causée par la pression concurrentielle ou des facteurs environnementaux constitue l'essence du risque. C'est en tout cas ce que suggère un pan entier de la littérature stratégique. Collins et Ruefli (1992) incitent les chercheurs en stratégie à adopter des mesures opérationnelles du risque formulées en termes de probabilité de dégradation de la position concurrentielle de l'entreprise relativement aux concurrents d'une industrie. D'autres études relèvent l'importance de niveaux de référence dans la détermination des comportements face au risque (Kahneman et Tversky, 1979). La mise en évidence de comportements individuels face au risque formulés relativement à des seuils de référence, fonde la définition de mesures du risque en termes de dégradation de la performance. Fishburn (1977), et Laughhunn et al. (1980) sont parmi les premiers à avoir spécifié le risque comme une fonction probabilisée des écarts défavorables par rapport à un niveau-cible de performance.

Si le risque d'un écart défavorable relativement à un niveau-cible est un indicateur plus pertinent que ceux fondés sur la variabilité de la rentabilité, la recherche empirique en stratégie dédiée à l'étude du comportement managérial face au risque, devrait logiquement voir son pouvoir explicatif renforcé, pour peu qu'elle fasse l'effort de se tourner vers ce type de mesure (Miller et Reuer, 1996). Rompre avec la conceptualisation traditionnelle du risque en termes de variabilité a des implications certaines tant sur le plan théorique qu'empirique. Adopter une représentation du risque centrée sur la notion de déviations par rapport à un niveau-cible de performance invite à reconsidérer certaines propositions concernant le risque issues de recherches antérieures. On peut penser par exemple à l'ensemble des travaux où le risque est une variable explicative de premier ordre (e.g., la stratégie de diversification domestique et internationale, l'intégration verticale, les processus organisationnels). Le paradoxe risque-rentabilité de Bowman (1980) et les études subséquentes qui ont tenté de l'expliquer (e.g., Fiegenbaum, 1990 ; Fiegenbaum et Thomas, 1986, 1988) fournissent également un champ d'application privilégié à la mise en œuvre d'une mesure du risque significativement différente de la variance.

2.2- La sophistication croissante de la gestion du risque

Un des rôles principaux du manager est d'apprécier l'impact potentiel du risque sur la performance globale de l'entreprise. Or, le bon sens seul ne suffit plus pour estimer correctement les risques de tous ordres. Une meilleure maîtrise du risque est un enjeu stratégique pour plusieurs raisons : la multiplication des crises financières, la contrainte de compétitivité qui pousse aussi à une gestion plus fine des risques, et

l'exigence de transparence de l'information dans laquelle se rejoignent des objectifs d'efficacité.

La gestion des risques de l'entreprise a connu ces dernières années un développement exponentiel, et les spécialistes du risque ont orienté leur effort de recherche de façon à développer des instruments toujours plus précis pour l'évaluation du risque. La pression sur les bénéficiaires a rendu les managers plus soucieux de la rentabilité, renforçant ainsi l'intérêt de disposer d'une méthode permettant d'évaluer l'impact du risque sur le résultat de l'entreprise.

La Corporate-Value-at-Risk ou Corporate-VaR est un outil d'aide à la décision très utile en ce sens. En autorisant une prise de décision mieux informée, cette approche de la gestion du risque aide le manager à atteindre ce qu'il estime être le profil de risque approprié de l'entreprise. Les managers sont en effet souvent confrontés à des décisions stratégiques dont ils peuvent systématiquement sous-estimer le risque associé. Malgré une évaluation précise du risque attendu, ils peuvent également accepter des projets plus risqués sans pour autant inclure une prime de risque suffisamment élevée pour compenser le supplément de coût associés à des choix risqués.

La stratégie de gestion des risques doit être en accord non seulement avec les objectifs de performance rendement-risque fixés par la direction, mais aussi avec la capacité de l'entreprise à supporter les variations de performance. Or, les responsables opérationnels d'un domaine d'activité stratégique (DAS) ont souvent une vision différente du risque et des modalités de son contrôle, selon qu'il s'agit de leur périmètre décisionnel ou de l'entreprise dans son ensemble. Les structures divisionnelles ne sont pas efficaces dans la gestion du risque car les risques sont eux-mêmes multidimensionnels et en interrelation. Une communication renforcée entre les managers de domaines d'activités et le *risk manager* doit permettre d'appréhender tous les dysfonctionnements liés au risque dès qu'ils surviennent dans l'entreprise. Les responsables de DAS doivent impliquer le *risk manager* dans le développement des activités de l'entreprise, et ce dernier doit impliquer les responsables de DAS dans la stratégie de gestion des risques.

L'approche interactive et équilibrée du développement de l'entreprise et de la maîtrise du risque est un impératif de gestion. Même si les expositions au risque de chaque domaine d'activité, prises individuellement, semblent tout à fait acceptables, elles peuvent conduire à un niveau de risque difficilement tolérable pour l'entreprise, une fois agrégées. La définition du risque doit permettre d'établir une cohérence au sein de l'entreprise entre ceux qui ont la responsabilité finale de la gestion globale du risque et ceux qui en assurent le contrôle et la maîtrise au quotidien. Ce qui suppose une gestion intégrée du risque global de l'entreprise, s'appuyant sur une fonction centralisée capable de traiter tous les types de risque. C'est à ce prix que l'entreprise peut espérer réaliser durablement une performance supérieure, tout en maintenant le risque encouru à un niveau tolérable (Clarke et Varma, 1999).

Par ailleurs, il ne fait aucun doute que le périmètre des méthodes d'analyse du risque de marché a vocation à s'étendre à d'autres types de risque, tel que le risque opérationnel, puisque les concepts maniés sont les mêmes, et passent notamment

par l'estimation de pertes potentielles. La gestion du risque opérationnel est devenue ces dernières années un impératif stratégique tant pour les institutions financières que pour les entreprises industrielles car leur pérennité en dépend.

2.3- Les déterminants de la décision en situation de risque

Les psychologues se sont intéressés depuis de nombreuses années déjà à la compréhension des déterminants de la prise de risque. La recherche intensive sur ce thème s'est traduite par l'avènement de deux paradigmes concurrents. Le premier, suggéré par les psychologues de la personnalité, se concentre sur les différences de comportement individuel face à une décision empreinte de risque, autrement dit, le fait de prendre un risque. Le second, défendu par les psychologues expérimentaux, estime au contraire que des facteurs circonstanciels, tel que le contexte perçu de la décision, ont une influence prépondérante sur le comportement lié à la prise de risque (Kahneman et Tversky, 1979 ; Slovic, 1972).

Concernant le premier paradigme, certains chercheurs observent que les individus ont en général des attitudes face au risque plutôt similaires, ce qui n'empêche pas que certains soient plus enclins que d'autres à prendre des risques (Bromiley et Curley, 1992). En s'appuyant sur cette relative stabilité du comportement individuel face au risque, les chercheurs ont différencié les décideurs sur la base de leur propension au risque. Ils se caractérisent alors par un comportement de rejet ou au contraire de recherche du risque. Selon Sitkin et Weingart, la propension au risque peut se définir comme « la tendance véritable d'un individu à éviter ou prendre des risques » (1995, p. 1575). On accepte généralement l'hypothèse d'une causalité linéaire entre la propension au risque et le comportement face au risque. Une forte propension au risque doit conduire à une prise de risque plus importante ou à un comportement plus risqué (Fischhoff et al., 1981).

Un très bon exemple à l'appui d'une vision de la prise de risque contingente à la situation dans laquelle elle est prise, affiliée au second paradigme, est donné par l'aversion individuelle au risque. D'un côté, on a montré que la plupart des individus sont réfractaires au risque dans des situations de gain, c'est-à-dire qu'ils préféreront un gain certain (300 euros) à une option risquée (80 chances sur 100 de gagner 400 euros), et ce, même si la valeur attendue de l'option risquée est supérieure ($80\% \times 400 \text{ €} = 320 \text{ €}$). D'un autre côté, les décideurs ont également tendance à être preneurs de risque dans des situations de perte, c'est-à-dire qu'ils préféreront une option risquée (80 chances sur 100 de perdre 400 euros) à une perte certaine (300 euros).

Les psychologues ont proposé diverses théories afin d'expliquer ces modifications du comportement face au risque dues à des différences de situation. La plus célèbre est sans aucun doute la théorie des perspectives de Kahneman et Tversky (1979), selon laquelle les décideurs évaluent les options risquées à travers le prisme d'un système de valeurs subjectif, caractérisé par la dépendance à une référence et l'aversion aux pertes. Pour l'essentiel, les individus sont censés coder les scénarios de sortie (ou résultats) relativement à un point de référence, tel que le statu quo, et vont ensuite les interpréter comme des pertes ou des gains. La théorie des perspectives suggère que les individus peuvent modifier leurs points de

référence, autrement dit, réviser leurs aspirations (March, 1988), de telle sorte que leur comportement face au risque s'adapte en conséquence. Les décideurs ajustent leur comportement relatif à la prise de risque, en mettant en balance leur situation actuelle et le niveau auquel ils aspirent (Hodgkinson et al., 1999). Lorsqu'ils perçoivent le contexte décisionnel de façon positive, les décideurs ont tendance à manifester de l'aversion au risque. Cela étant, le même individu peut fort bien modifier radicalement son comportement en décidant de prendre des risques. Il suffit simplement que sa perception du contexte décisionnel s'inverse et devienne négative, c'est-à-dire inférieure à un point de référence correspondant à son niveau d'aspiration.

En outre, puisque les individus font preuve d'aversion au risque, ils octroient une pondération deux fois plus élevée aux pertes et événements défavorables qu'aux gains et événements favorables (Tversky et Kahneman, 1992). Par conséquent, les individus ont tendance à éviter le risque dans des situations de gains afin de se prémunir contre d'éventuelles pertes, et ils deviennent preneurs de risque dans des situations de perte dans le but de combler le déficit subi. Le même phénomène a pu être identifié concernant la prise de risque stratégique. Les managers indiquent en effet qu'ils prennent des risques lorsque leurs entreprises sont performantes (MacCrimmon et Wehrung, 1986 ; March et Shapira, 1987 ; Shapira, 1995). A quelques exceptions près, la littérature confirme largement une corrélation négative entre le risque et la performance. En d'autres termes, les firmes en difficulté ont tendance à prendre plus de risque, ce qui les conduit à une performance encore pire (Bowman, 1982 ; Bromiley, 1991).

Le cœur du conflit concernant l'attitude face au risque est toujours le même depuis des décennies : « quelle est l'importance respective des traits dominants de la personnalité de l'individu et des contraintes liées à la situation décisionnelle, lorsqu'il s'agit de prévoir l'inclination ou le conservatisme face au risque ? » (Kogan et Wallach, 1967, p. 208). Une troisième voie, permettant de rapprocher ces deux approches alternatives des déterminants de la prise de risque stratégique, a été proposée récemment par Das et Teng (2001). D'après ces auteurs, il est nécessaire d'intégrer la dimension temporelle de la décision, ou « l'horizon du risque » (2001, p. 522), dans le processus de décision stratégique. On peut alors identifier deux couples de relations contingentes distinctes. Si l'horizon du risque est court terme, les décideurs (qu'ils soient réfractaires ou preneurs de risque) auront un comportement à haut risque si le contexte de la décision leur paraît être défavorable (pertes potentielles), et un comportement peu risqué dans le cas contraire (gains potentiels). Par contre, si l'horizon du risque est long terme, indépendamment de la façon dont le contexte décisionnel est perçu (favorable ou défavorable), les décideurs réfractaires au risque auront un comportement peu risqué, tandis les décideurs preneurs de risque auront un comportement à haut risque.

3- LE MANAGER FACE AU RISQUE. L'EXEMPLE DE LA DIVERSIFICATION

Quels sont les mécanismes qui régissent la relation entre diversification et propension/aversion des dirigeants à prendre des risques ? En d'autres termes, la stratégie de diversification induit-elle un comportement *risk-seeker* ou au contraire

risk-averse chez le manager ? Comment s'établit la comparaison avec l'entreprise spécialisée ? Certes, l'analyse de l'interface diversification-risque (3.1) est un passage obligé pour tenter de répondre à ces interrogations. Mais, il faut également intégrer le rôle de l'expérience dans l'évaluation du risque (3.2), si l'on veut mieux cerner la relation ambiguë entre diversification et attitude face au risque (3.3).

3.1- L'interface diversification-risque

Ceteris paribus, la diversification non liée constitue un changement stratégique ou une prise de risque plus importante que la diversification liée. Puisque l'incertitude dénote l'incapacité de prévoir les résultats futurs d'un événement, elle peut se mesurer comme la différence entre la connaissance nécessaire pour accomplir une tâche et le savoir dont les managers disposent (Galbraith, 1977). Or, la stratégie non liée représente un écart plus important par rapport à l'activité actuelle de la firme, en termes de produits, de marchés, de technologies et même de management que la stratégie liée (Gupta, 1984). En outre, une entreprise est moins familiarisée avec des industries non liées que liées, car elle possède généralement moins de savoir sur les premières (Govindarajan, 1989). Il lui est donc plus difficile de prévoir les résultats futurs de la diversification non liée que ceux de la diversification liée. Par conséquent, la diversification non liée est perçue non seulement comme un changement stratégiquement plus important, mais aussi plus incertain et plus risqué (Sitkin et Pablo, 1992) que la diversification liée.

La réduction du risque est présentée dans la littérature comme un des motifs principaux de la diversification (e.g., Amihud et Lev, 1981). Dans le cadre de la théorie de l'agence, les deux acteurs impliqués dans la relation d'agence, les actionnaires et les managers, sont censés maximiser leur propre intérêt. On suppose par conséquent que l'agent/manager n'agit pas toujours en fonction du meilleur intérêt du principal/actionnaire, notamment lorsque leurs intérêts respectifs divergent (Jensen et Meckling, 1976). En général, la diversification par acquisition d'activités non liées s'accompagne d'une réduction du risque pour la nouvelle entité ainsi constituée. Dans des marchés financiers efficients, cette diminution du risque ne profite pas aux actionnaires, puisqu'ils peuvent obtenir le niveau de risque souhaité par eux-mêmes via la diversification de portefeuille. Les managers, au contraire, ne peuvent pas diversifier le risque lié à leur emploi (i.e., risque de licenciement, de réputation professionnelle, d'image, etc.) sur les marchés financiers. Ils auront par conséquent tendance à poursuivre des stratégies d'acquisition non liée afin de réduire le risque non diversifiable relatif à leur emploi (Amihud et Lev, 1981).

Récemment, des chercheurs en management stratégique ont argumenté sur l'idée que le conflit d'agence entre propriétaires du capital et managers ne s'applique pas aux décisions stratégiques de l'entreprise, tout simplement parce que les managers sont systématiquement mieux informés que les actionnaires dans ce domaine (Lane et al., 1999). Les détenteurs du capital auraient par conséquent tout intérêt à adopter les voies stratégiques envisagées par le management. Les résultats de Lane et al. montrent que les firmes contrôlées par le management s'engagent davantage dans un processus de diversification par activités liées-contraintes, le type de stratégie associée à la combinaison rendement-risque optimale pour l'actionnaire. De plus, seulement 12.5% de l'échantillon observé d'entreprises

contrôlées par le management poursuivent une diversification non liée. Pour les auteurs, c'est bien là le signe que les problèmes d'agence, tels que formulés par les économistes financiers, ne sont pas transférables en l'état dans le domaine du management stratégique. Dans une optique stratégique, il est peu probable en effet que les managers entreprennent des actions protégeant leurs propres intérêts mais dommageables pour ceux des actionnaires. En conséquence, la structure de propriété, un des principaux déterminants de la stratégie de diversification dans le cadre de la théorie de l'agence, n'a probablement que peu ou pas d'influence sur le degré de diversification décidé par le manager de la firme.

3.2- *Le rôle de l'expérience dans l'évaluation du risque*

La théorie de l'agence est de première importance dans le champ disciplinaire de la stratégie, car elle suggère que les préférences face au risque des actionnaires et des dirigeants peuvent s'aligner. Cependant, elle occulte le fait que l'appréciation du degré de risque dans ou d'une situation donnée est lourdement conditionnée par l'expérience passée de l'individu. La théorie de l'agence ne dit rien sur les types de risque particuliers que les managers sont incités à prendre, et de fait, traite les différents comportements risqués de façon équivalente. Or, ce principe de l'équivalence des risques semble être pris en défaut lorsqu'il est confronté à la réalité managériale de l'entreprise. D'une part, tous les risques que prend un manager dans le cadre de la gestion de l'entreprise n'ont vraisemblablement pas la même portée ; le degré de risque réel est donc variable d'une situation à l'autre. D'autre part, le degré de risque, tel qu'il est perçu par un manager ou les membres d'un comité de direction, diffère lui aussi sensiblement entre individus.

Le risque n'est jamais absolu en ce sens qu'une entreprise peut considérer une action stratégique donnée hautement risquée, tandis qu'une autre l'estimera beaucoup moins risquée (Wiseman et al., 2000). Wiseman et al. (2000, p. 321) observent que « la manière d'appréhender le risque chez un décideur se construit à partir de sa propre appréciation (subjective, donc) du contexte de la décision, en plus de toute information objective dont il peut disposer ». De telles différences en perspective s'expliquent par la plus ou moins grande expérience du manager de l'action en question. Plus son expérience et sa réussite antérieure dans cette action précise sont importantes, plus il va estimer qu'il y a peu d'incertitude quant aux résultats potentiels associés, et plus le risque pris lui semblera raisonnable (Sitkin et Pablo, 1992 ; Wiseman et Gomez-Mejia, 1998). L'expérience acquise du manager va agir sur la nature de ses anticipations (Wiseman et al., 2000), notamment celles qui concernent l'importance de la perte potentielle encourue, et la probabilité de son occurrence. Sa perception du risque est influencée par l'effet anticipé de son expérience sur la réduction du risque réel (i.e., les probabilités de réussite et d'échec seront réellement modifiées via une meilleure sélection des risques ou une mise en œuvre plus efficace de la stratégie ; March et Shapira, 1987 ; Shapira, 1995), et/ou le fait que l'expérience limite l'incertitude associée aux probabilités réelles de succès et d'échec (Sitkin et Pablo, 1992).

L'expérience du manager influe sur son appréciation d'une situation à risque. C'est une aide à la décision entre plusieurs alternatives risquées. Il en résulte ce que Carpenter et al. (2003, p. 807) appellent une « prise de risque raisonnée ». En résumé, l'effet de l'expérience est double. D'une part, elle diminue l'importance de

la perte potentielle et/ou la probabilité de perte en augmentant la performance relative à l'exécution de l'activité concernée. D'autre part, elle améliore le processus de sélection par lequel l'acteur identifie parmi un ensemble d'actions possibles, les actions risquées qui auront les plus grandes chances de réussite. Par le jeu de l'expérience, une action peut sembler plus raisonnable au manager, en réduisant la part de subjectivité dans sa perception du risque, même s'il n'y a pas d'effet concomitant sur le risque réel encouru. En interférant dans l'appréciation du risque associé à certaines actions ou activités particulières, l'expérience antérieure du manager influe sur son attitude face au risque, et donc sur ses décisions stratégiques.

3.3- *Diversification et attitude face au risque*

La théorie de Williamson concernant la supériorité des marchés de capitaux internes implique une relation positive entre la stratégie de diversification et l'attitude face au risque stratégique (Williamson, 1975). Dans le but de financer des projets d'investissement risqués, tel qu'un programme d'acquisitions horizontales, les firmes peuvent recourir soit aux cash flow générés en interne, soit à de la dette ou du capital levé sur les marchés financiers externes. Williamson affirme que le marché de capital interne propre à l'entreprise multidivisionnelle, ou « M-form », devrait être plus compétent pour évaluer l'intérêt d'un projet d'investissement risqué que le marché externe.

L'auteur observe que l'information disponible au sein d'un centre de profit n'est pas toujours transparente, ce qui accroît la difficulté de savoir si le projet en question sert véritablement les intérêts des actionnaires ou les priorités personnelles des managers de centres. Il suppose d'autre part que les cadres dirigeants exerçant leur autorité au sein d'une hiérarchie multidivisionnelle, sont plus à même de contraindre les responsables de centres de profit à plus de transparence, que les investisseurs externes qui ne sont pas en relation directe avec ces derniers. Cet avantage prend encore plus de relief dans un environnement incertain et perturbé, où la difficulté d'évaluer précisément les retours sur investissement d'un projet donné augmente. En moyenne, les firmes spécialisées s'appuieront davantage sur le marché financier externe que les entreprises diversifiées, où le cash flow disponible peut être réallouer entre les divisions. En conséquence, face à des turbulences environnementales croissantes pesant sur une ligne d'activité particulière, les organisations diversifiées sont davantage susceptibles de financer un projet risqué (par exemple des acquisitions horizontales) que les firmes spécialisées.

Une explication alternative questionne l'hypothèse de Williamson selon laquelle les cadres supérieurs de la firme diversifiée ont suffisamment d'information pour prendre les « bonnes » décisions concernant des investissements risqués. On peut en effet avancer, au contraire, que le dirigeant d'une entreprise diversifiée dispose de moins d'information sur les perspectives d'avenir d'une ligne d'activité, que son homologue de la firme spécialisée dont l'action porte exclusivement sur cette activité particulière. Il y a deux raisons à cela. Premièrement, le dirigeant de la firme diversifiée doit répartir ses efforts et son attention entre les différentes divisions, ce qui réduit de fait le temps qu'il lui est possible de consacrer à la collecte et l'exploitation de l'information relative à l'activité en question. Deuxièmement, un volume important de l'information dont bénéficie le manager

d'une firme diversifiée lui parvient sous la forme de rapports synthétiques (Hoskisson et al., 1991). Confronté à l'incertitude induite par une information forcément incomplète puisque résumée, il est possible qu'il soit moins sûr de lui s'il s'agit d'apprécier les potentialités d'un projet d'investissement lié à une ligne d'activité particulière, comparé au manager mieux informé de la firme spécialisée dans cette activité. Bénéficiant d'une information plus complète, ce dernier devrait se tromper moins souvent, autrement dit, écarter quand il le faut les projets d'investissement risqué dont l'issue est potentiellement défavorable, et retenir ceux dont l'issue est favorable. Il s'en suit que le manager de la firme spécialisée parvient à une variance plus faible des résultats potentiels d'un projet d'investissement risqué, que celle calculée par le manager de l'entreprise diversifiée (Morgan et Henrion, 1990).

En somme, lorsque le manager d'une entreprise diversifiée évalue le même projet stratégique risqué que le responsable d'une firme spécialisée, il peut très bien lui associer la même valeur espérée, mais avec une variance des rendements potentiels significativement plus élevée. Faisant preuve d'une certaine aversion au risque et exposé à une distribution des résultats possibles asymétrique à gauche (i.e., les pertes sont plus « probables » que les gains), le dirigeant de la firme diversifiée peut être moins enclin à accepter le projet.

Les observations précédentes concernent exclusivement l'influence de la diversification sur la propension des top managers à s'engager dans des stratégies risquées. Cependant, la diversification peut également influencer sur l'attitude face au risque des cadres de niveau hiérarchique inférieurs. N'ayant pas à leur disposition une information complète et fiable au sujet des perspectives stratégiques de la division dont ils dépendent, notamment en raison de contraintes liées au processus informationnel, les cadres des firmes fortement diversifiées ont tendance à utiliser des indicateurs financiers, tel que le retour sur investissement (ROI), pour évaluer la performance de leur division et allouer des ressources. Or, le fait de s'appuyer sur des mesures financières afin de contrôler l'action managériale, est citée dans la littérature comme une des causes d'un comportement d'aversion au risque, lié à un objectif de maximisation de la rentabilité à court terme au sein des firmes diversifiées (Hoskisson et Hitt, 1988 ; Baysinger et Hoskisson, 1989). Selon cette optique, les cadres qui n'ont pas la possibilité de diversifier leur capital humain, peuvent choisir délibérément de ne pas proposer des projets à variance élevée (par exemple, des projets R&D risqués ou des acquisitions horizontales), de façon à s'assurer de réaliser leurs objectifs de profit et donc bénéficier de bonus et promotions. Ces responsables opérationnels, dont l'information sur des projets candidats alternatifs est limitée, ne sont pas réellement capables de contester la stratégie de la division. Confrontées à un environnement incertain exerçant une pression croissante sur une ligne d'activité donnée, les firmes diversifiées seront plus réticentes que les firmes spécialisées à envisager et adopter des projets stratégiques risqués.

En résumé, la diversification peut influencer l'attitude de la firme face à la prise de risque stratégique par le biais de plusieurs mécanismes. Certains suggèrent une relation négative entre diversification et prise de risque ; d'autres impliquent une relation positive. Le peu d'études empiriques consacrées à la façon dont la diversification de la firme affecte la prise de risque, complique sensiblement

l'identification de ces mécanismes les plus actifs. A notre connaissance, Hoskisson et Hitt (1988) et Baysinger et Hoskisson (1989) sont parmi les rares à avoir travaillé sur ce thème. En appréciant le risque à partir des dépenses de R&D, ils ont montré que le degré de diversification de la firme covarie négativement avec sa propension à investir dans des projets risqués. Plus récemment, Eisenmann (2002) parvient à des résultats qu'il qualifie lui-même de « contraires à l'intuition » (2002, p. 533). Il observe en effet que dans un environnement turbulent, générant plus d'incertitude, les firmes diversifiées recourent davantage à la croissance par acquisition que leurs homologues spécialisées. En d'autres termes, elles acceptent de prendre plus de risque. Mais en même temps, les firmes diversifiées sont plus susceptibles de se désengager (via un désinvestissement) que les entreprises spécialisées, lorsqu'elles sont confrontées à ce genre d'environnement. Autrement dit, elles cherchent davantage à se préserver du risque. C'est dire si l'attitude de la firme diversifiée face au risque est pour le moins incongru. Il y a sans doute là quelques opportunités de recherches futures.

REFERENCES

Amihud Y., et Lev B., "Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers", *Bell Journal of Economics*, 12, 1981, p. 605-617.

Arrow K.J., *Essays in the theory of risk-bearing*, Chicago, IL: Markham, 1971.

Baird I.S., et Thomas H., "Toward a contingency model of strategic risk taking", *Academy of Management Review*, 10, 1985, p. 230-243.

Baird I.S., et Thomas H., "What is risk anyway? Using and measuring risk in strategic management", in *Risk, strategy and management*, Bettis R.A., et Thomas H. (eds), JAI Press, Greenwich, CT, 1990, p. 21-52.

Barney J., "Returns to bidding firms in mergers and acquisitions: reconsidering the relatedness hypothesis", *Strategic Management Journal*, Summer Special Issue, 9, 1988, p. 71-78.

Baysinger B., et Hoskisson R., "Diversification strategy and R&D intensity in multiproduct firms", *Academy of Management Journal*, 32, 1989, p. 310-332.

Bettis R., "Performance differences in related and unrelated diversified firms", *Strategic Management Journal*, 2, 1981, p. 379-393.

Bowman E.H., "A risk/return paradox for strategic management", *Sloan Management Review*, 21, 1980, p. 17-31.

Bowman E.H., "Risk-seeking by troubled firms", *Sloan Management Review*, 23, 1982, p. 33-42.

Bromiley P., "Testing a causal model of corporate risk taking and performance", *Academy of Management Journal*, 34, 1991, p. 37-59.

Bromiley P., et Curley S.P., "Individual differences in risk taking", in *Risk-taking behavior*, Yates J.F. (ed), Chichester, UK: Wiley, 1992, p. 87-132.

Carpenter M.A., Pollock T.G., et Leary M.M., "Testing a model of reasoned risk-taking: governance, the experience of principals and agents, and global strategy in high-technology IPO firms", *Strategic Management Journal*, 24, 2003, p. 803-820.

Christensen H.K., et Montgomery C.A., "Corporate economic performance: diversification strategy vs. market structure", *Strategic Management Journal*, 2, 1981, p. 327-343.

Clarke C.J., et Varma S., « Strategic risk management: The new competitive edge », *Long Range Planning*, 32, 1999, p. 414-424.

Collins J.M., et Ruefli T.W., "Strategic risk: an ordinal approach", *Management Science*, 38, 1992, p. 1707-1731.

Das T.K., et Teng B-S, "Strategic risk behavior and its temporalities: between risk propensity and decision context", *Journal of Management Studies*, 38, 2001, p. 515-534.

Day J-Y., "A comparison of different frontier efficiency methods for estimating the effects of diversification on the operations of conglomerates: an empirical study in Taiwan", *International Journal of Management*, 20, 2003, p. 504-508.

Eisenmann T.R., "The effects of CEO equity ownership and firm diversification on risk taking", *Strategic Management Journal*, 23, 2002, p. 513-534.

Fiegenbaum A., "Prospect theory and the risk-return association: an empirical examination in 85 industries", *Journal of Economic Behavior and Organization*, 14, 1990, p. 187-204.

Fiegenbaum A., et Thomas H., "Dynamic and risk measurement perspectives on Bowman's risk-return paradox for strategic management: an empirical study", *Strategic Management Journal*, 7, 1986, p. 395-407.

Fiegenbaum A., et Thomas H., "Attitudes toward risk and the risk-return paradox: prospect explanations", *Academy of Management Journal*, 31, 1988, p. 85-106.

Fischhoff B., Lichtenstein S., Slovic P., Derby S.L., et Keeney R.L., *Acceptable risk*, Cambridge, UK: Cambridge University Press, 1981.

Fishburn P.C., "Mean-risk analysis with risk associated with below target returns", *American Economic Review*, 67, 1977, p. 116-126.

Galbraith J., *Organization design*, Addison-Wesley: Reading, MA, 1977.

Govindarajan, V., "Implementing competitive strategies at the business unit level: implications of matching managers to strategies", *Strategic Management Journal*, 10, 1989, p. 251-269.

Grant R.M., "Corporate strategy: managing scope and strategy content", in *The handbook of strategy and management*, Pettigrew A., Thomas H., et Whittington R. (eds), Sage: London; 2002, p. 72-97.

Gupta A.K., "Contingency linkages between strategy and general manager Characteristics: a conceptual examination", *Academy of Management Review*, 9, 1984, p. 399-412.

Hall E.H. Jr., et St John C.H., "A methodological note on diversity measurement", *Strategic Management Journal*, 15, 1994, p. 153-168.

Hodgkinson G.P., Bown N.J., Maule A.J., Glaister K.W., et Pearman A.D., "Breaking the frame: an analysis of strategic cognition and decision making under uncertainty", *Strategic Management Journal*, 20, 1999, p. 977-985.

Hoskisson R., et Hitt M., "Strategic control systems and relative R&D investments in large multiproduct firms", *Strategic Management Journal*, 9, 1988, p. 605-621.

Hoskisson R., Hitt M., et Hill C., "Managerial risk-taking in diversified firms: an evolutionary perspective", *Organization Science*, 2, 1991, p. 296-314.

Jensen M.C., et Meckling W.H., "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, October, 1977, p. 305-360.

Kahneman D., et Tversky A., "Prospect theory: an analysis of decision under risk", *Econometrica*, 47, 1979, p. 262-291.

Khanna T., et Palepu K., "The future of business groups in emerging markets: long-run evidence from Chile", *Academy of Management Journal*, 43, 2000, p. 268-285.

Kogan N., et Wallach M.A., "Risk taking as a function of the situation, the person, and the group", in *New directions in psychology III*, Mandler G., et Mussen P. (eds), New York: Holt, Rinehart et Winston, 1967.

Kogut B., Walker G., et Anand J., "Agency and institutions: national divergences in diversification behavior", *Organization Science*, 13, 2002, p. 162-178.

Lane P.J., Cannella A.A. Jr., et Lubatkin M.H., "Ownership structure and corporate strategy: one question viewed from two different worlds", *Strategic Management Journal*, 20, 1999, p. 1077-1086.

Laughunn D.J., Payne J.W., et Crum R., "Managerial risk preferences for below-target returns", *Management Science*, 26, 1980, p. 1238-1249.

Lubatkin M., et Chatterjee S., "The strategy-shareholder value relationship: Testing temporal stability across market cycles", *Strategic Management Journal*, 12, 1991, p. 251-271.

Luo Y., "Product diversification in international joint ventures: performance implications in an emerging market", *Strategic Management Journal*, 23, 2002, p. 1-20.

MacCrimmon K.R., et Wehrung D.A., *Taking risks*, Free Press, New York, 1986.

Mao J.C.T., "Survey of capital budgeting: theory and practice", *Journal of Finance*, 25, 1970, p. 349-360.

March J.G., "Variable risk preferences and adaptive aspirations", *Journal of Economic Behavior and Organization*, 9, 1988, p. 5-24.

March J.G., et Shapira Z., "Managerial perspectives on risk and risk taking", *Management Science*, 33, 1987, p. 1404-1418.

Markides C., et Williamson P., "Corporate diversification and organizational structure: a resource-based view", *Academy of Management Journal*, 39, 1996, p. 340-367.

Maurer F., *Stratégies de diversification, performance de la firme et cycles boursiers*, Thèse de Doctorat ès Sciences de Gestion, Université Montesquieu-Bordeaux IV, 1998.

Maurer F., "Performance boursière rendement/risque et mode de diversification", *Revue Finance, Contrôle, Stratégie*, 6, 2003, p. 93-118.

Mayer M., et Whittington R., "Diversification in context: a cross-national and cross-temporal extension", *Strategic Management Journal*, 24, 2003, p. 773-781.

Miller K.D., et Leiblein M.J., "Corporate risk-return relations: returns variability versus downside risk", *Academy of Management Journal*, 39, 1996, p. 91-122.

Miller K.D., et Reuer J.J., "Measuring organizational downside risk", *Strategic Management Journal*, 17, 1996, p. 671-691.

Montgomery C.A., et Singh H., "Diversification strategy and systematic risk", *Strategic Management Journal*, 5, 1984, p. 181-191.

Morgan M., et Henrion M., *Uncertainty : a guide to dealing with uncertainty in quantitative risk and policy analysis*, Cambridge University Press: Cambridge, U.K., 1990.

North D., *Institutions, institutional change and economic performance*, Cambridge University Press, New York, 1990.

Palich L.E., Cardinal L.B., et Miller C.C., "Curvilinearity in the diversification-performance linkage: an examination of over three decades of research", *Strategic Management Journal*, 21, 2000, p. 155-174.

Park C., "Prior performance characteristics of related and unrelated acquirers", *Strategic Management Journal*, 24, 2003, p. 471-480.

Penrose E., *The theory of the growth of the firm*, Wiley: New York, 1959.

Ramaswamy K., Li M., et Veliyath R., "Variations in ownership behavior and propensity to diversify: a study of the Indian corporate context", *Strategic Management Journal*, 23, 2002, p. 345-358.

Robins J., et Wiersema M.F., "A resource-based approach to the multi-business firm: empirical analysis of portfolio relationships and corporate financial performance", *Strategic Management Journal*, 16, 1995, p. 277-299.

Robins J., et Wiersema M.F., "The measurement of corporate portfolio strategy: analysis of the content validity of related diversification indexes", *Strategic Management Journal*, 24, 2003, p. 39-59.

Ruefli T.W., "Mean-variance approaches to risk-return relationships in strategy: Paradox lost", *Management Science*, 36, p. 368-380.

Ruefli T.W., Collins J.M., et LaCugna J.R., "Risk measures in strategic management research: auld lang syne?", *Strategic Management Journal*, 20, 1999, p. 167-194.

Rumelt R.P., *Strategy, structure, and economic performance*, Harvard University Press, Cambridge, MA, 1974.

Shapira Z., *Risk taking: a managerial perspective*, New York: Russell Sage Foundation, 1995.

Sitkin S.B., et Pablo A.L., "Reconceptualizing the determinants of risk behavior", *Academy of Management Review*, 17, 1992, p. 9-38.

Sitkin S.B., et Weingart L.R., "Determinants of risky decision-making behavior: a test of the mediating role of risk perceptions and propensity", *Academy of Management Journal*, 38, 1995, p. 1573-1592.

Slovic P., "Information processing, situation specificity, and the generality of risk-taking behavior", *Journal of Applied Psychology*, 22, 1972, p. 128-134.

Teece D., Rumelt R.P., Dosi G., et Winter S., "Understanding corporate coherence: theory and evidence", *Journal of Economic Behavior and Organization*, 23, 1994, p. 1-30.

Tversky A., et Kahneman D., "Advances in prospect theory: cumulative representation of uncertainty", *Journal of Risk and Uncertainty*, 5, 1992, p. 297-323.

Wan W.P., et Hoskisson R.E., "Home country environments, corporate diversification strategies, and firm performance", *Academy of Management Journal*, 46, 2003, p. 27-45.

Wernerfelt B., et Montgomery C.A., "What is an attractive industry?", *Management Science*, 32, 1986, p. 1223-230.

Williamson O., *Markets and hierarchies*, Free Press: New York, 1975.

Wiseman R.M., Gomez-Mejia L.R., “A behavioral agency model of managerial risk taking”, *Academy of Management Review*, 23, 1998, p. 133-153.

Wiseman R.M., Gomez-Mejia L.R., et Fugate M., “Rethinking compensation risk”, in *Compensation in organizations*, Rynes S.L., et Gerhart B. (eds), Josey-Bass: San Francisco, CA, p. 311-347, 2000.

Yates J.F., et Stone E.R., “The risk construct”, in *Risk-taking behaviour*, Yates J.F. (ed), Chichester, UK: Wiley, 1992, p. 1-25.

Cahiers de Recherche

1999

- ♦ **N°01-99** : Pour une clarification théorique du lien marketing-stratégie
Jean-François TRINQUECOSTE
- ♦ **N°02-99** : A benchmarking analysis of distribution in Venezuela
Angel DIAZ
- ♦ **N°03-99** : Logistics practices in Venezuela : an exploratory study
Angel DIAZ
- ♦ **N°04-99** : Quantifying lean manufacturing in Venezuela automobile assembly plants
Angel DIAZ
- ♦ **N°05-99** : On the practical application of multi-echelon inventory models for repairable items
Angel DIAZ
- ♦ **N°06-99** : Conflit d'agence et performance des relais commerciaux, le cas des relations exportateurs des pays développés importateurs dans un pays en voie de développement
Victor TSAPI
- ♦ **N°07-99** : Du comportement d'achat industriel au marketing des relations d'affaires
Tibor MANDJAK
- ♦ **N°08-99** : CD ROM et groupware : de nouvelles technologies pour un nouvel enseignement du marketing
Pierre MORA, Jean-François TRINQUECOSTE

2000

- ♦ **N°09-00** : Ingénierie de recherche et de mesure des impacts financiers d'investissement logistiques des transports : le cas d'une entreprise de soins et services à domicile
Jocelyn HUSSER
- ♦ **N°10-00** : Optimizing spare parts is not as easy as one two three.
Angel DIAZ
- ♦ **N°11-00** : L'accréditation : une nouvelle forme de production de la qualité dans les services d'urgence hospitalière
Jocelyn HUSSER
- ♦ **N°12-00** : Marque et extension de marque : à propos d'un cas
François DURRIEU, Emmanuelle DELFOUR
- ♦ **N°13-00** : Interactions, performance des relais commerciaux et dysfonctionnement de la filière des biens d'équipements industriels dans les pays en voie de développement
Victor TSAPI
- ♦ **N°14-00** : Performances comparées des entreprises publiques et privées : une étude empirique dans un pays en voie de développement
Jean-Paul TCHANKAM
- ♦ **N°15-00** : La création d'entreprise aux Etats-Unis et en France
Christophe ESTAY
- ♦ **N°16-00** : A Pricing Model for Clearing End of Season Inventory
Tatiana BOUZDINE-CHAMEEVA, Arthur V. HILL
- ♦ **N°17-00** : Methodology of Cognitive Mapping Applied in Group Decision Support
Tatiana BOUZDINE-CHAMEEVA, Mohamed MICHRAFY
- ♦ **N°18-00** : A Review of Pricing Models in the Newsvendor Problem
Tatiana BOUZDINE-CHAMEEVA, Vincent BEURRIER, Arthur V HILL
- ♦ **N°19-00** : La crédibilité des régimes de currency board : les enseignements de l'expérience argentine
Michel DUPUY

2001

- ♦ **N°20-01** : Standardisation or Adaptation in International Marketing Communication: Effects on Awareness Consumer Preference and Perceptions
Carl Arthur SOLBERG
- ♦ **N°21-01** : Logistique hospitalière : un remède aux maux du secteur de la santé
Sylvain LANDRY
- ♦ **N°22-01** : Exporter trust, Commitment and Marketing Control in Integrated and Independent Export Channels
Carl Arthur SOLBERG
- ♦ **N°23-01** : Modes of Exporter Governance of Sales Subsidiaries and Distributors in International Markets, A literature Review and Models
Carl Arthur SOLBERG
- ♦ **N°24-01** : Un modèle global de la satisfaction au travail : différence de perception entre commerciaux et dirigeants
François DURRIEU, Pierre MORA, Christine LAGABRIELLE
- ♦ **N°25-01** : Stockless Hybride : une étude de cas
Sylvain LANDRY, Martin BEAULIEU, Hugo RIVARD-ROYER

- ♦ **N°26-01** : Le système de chariot de cas : recension des écrits
Sylvain LANDRY, Martin BEAULIEU, Josée PARENT
- ♦ **N°27-01** : Le rôle du brevet dans la gestion marketing et commerciale de la jeune entreprise de haute technologie : résultats d'une étude de cas.
Stéphanie DUMEYNIÉUX
- ♦ **N°28-01** : Identity and Organizational Commitment
Christophe ESTAY
- ♦ **N°29-01** : Systèmes de réapprovisionnement des unités de soins : description et implications organisationnelles
Jean-Philippe BLOUIN, Martin BEAULIEU, Sylvain LANDRY
- ♦ **N°30-01** : The importance of relationship value for the stability of cooperative buyer-seller relationships in industrial markets
Thomas WERANI
- ♦ **N°31-01** : Les distributeurs industriels et la marque: une comparaison interculturelle
Victor TSAPI
- ♦ **N°32-01** : Cognitive Mapping Methodology for Understanding of Business Relationship Value
Tatiana BOUZDINE-CHAMEEVA, François DURRIEU, Tibor MANDJAK
- ♦ **N°33-01** : Market Orientation - Marketing and Economic Approach
József BERACS

2002

- ♦ **N°34-02**: Is there Value in Strategy?
Fran ACKERMAN
- ♦ **N°35-02** : La question de l'évaluation dans un école de management
Martine FOURNIER
- ♦ **N°36-02** : La stratégie d'opération et l'analyse des ressources : constats et pistes de recherche
Martin BEAULIEU
- ♦ **N°37-02** : Corporate Decision-Making in Emerging Markets: The Internationalization of Petroleos de Venezuela
Cesar BAENA
- ♦ **N°38-02**: Business relationships as value drivers?
Agnes WIMMER, Tibor MANDJAK
- ♦ **N°39-02** : Valorisation d'une opération de scission à partir d'un modèle d'options réelles : le cas d'Eridania-Beghin-Say
Pascal BARNETO
- ♦ **N°40-02** : Les dynamiques de la création d'entreprises en France et aux Etats-Unis : une société du salariat face à un environnement entrepreneurial
Christophe ESTAY
- ♦ **N°41-02** : Orientation marché et création de valeur par la petite entreprise dans un contexte de pays en développement
Victor TSAPI, Monique TCHUENTE
- ♦ **N°42-02** : The Internationalization of Born Global Internet Firms
Carl Arthur SOLBERG, Jo Håvard BORSHEIM
- ♦ **N°43-02** : Management Style in Uncertain Times
Ian M. TAPLIN
- ♦ **N°44-02** : Service Failure in online Retailing : a Recovery Opportunity
Betsy B. HOLLOWAY, Sharon E. BEATTY
- ♦ **N°45-02** : l'Intelligence économique stratégique (IES) : une approche pertinente pour le management des risques
Claude DELESSE, Gérard VERNA
- ♦ **N°46-02** : Valeur et marketing international : une tentative de clarification conceptuelle et stratégique.
Georges HENAULT
- ♦ **N°47-02** : Le marché primeur des grands vins de Bordeaux : une analyse comparée de leur évaluation sur les millésimes 1999 – 2000
Philippe BARBE, François DURRIEU
- ♦ **N°48-02** : Cultural Values and their Measurements in Consumer Behavior – Cultural Value Researches in Hungary
Agnes HOFMEISTER TOTH
- ♦ **N°49-02** : Orientation clients perçue par les franchisés et implication organisationnelle. Une approche confirmatoire
François DURRIEU, Claire GAUZENTE, Patrice ROUSSEL

2003

- ♦ **N°50-03** : A Method for Designing Superior-Value-adding Marketing Channels
James A. NARUS
- ♦ **N°51-03** : La gestion des lits d'hôpitaux : portrait de 4 établissements canadiens
Sylvain LANDRY
- ♦ **N°52-03** : La valeur informationnelle du temps : application d'un modèle de duration
Pascal BARNETO
- ♦ **N°53-03** : La gouvernance d'entreprise en 2003 : état des lieux
Eric PICHET
- ♦ **N°54-03** : L'analyse technique est-elle performante ?
Eric PICHET
- ♦ **N°55-03** : Analyse économique et formation
Jean-Pierre LE GOFF

- ♦ **N°56-03** : Information, communication, éthique : deux mondes qui s'affrontent
Gérard VERNA
- ♦ **N°57-03** : Consumer Purchasing Behaviour for Wine : What We Know and where We Are Going
Larry LOCKSHIN
- ♦ **N°58-03** : A Dyad-network Approach on Inter-firm Collaboration and Partnering within a Subsidiary Network
Context: A Case Study in the Automotive Industry
Maria VELUDO
- ♦ **N°59-03** : Network Effects on Business Relationships
Sharon PURCHASE, Maria VELUDO
- ♦ **N°60-03** : La logistique hospitalière au Japon
Sylvain LANDRY, Martin BEAULIEU
- ♦ **N°61-03** : L'attitude par rapport aux soldes : Définition du concept et de ses antécédents, analyse exploratoire et proposition d'un cadre conceptuel
Michael KORCHIA, Christine GONZALEZ
- ♦ **N°62-03** : The Economic and Marketing Consequences of Advertising Costs
Jozsef BERACS
- ♦ **N°63-03** : The Emergence of a Shared Vision in a Group Decision-Making Process : Modelling Based on a Phase Transition Approach
Tatiana BOUZDINE-CHAMEEVA
- ♦ **N°64-03** : Examining the Role of Social Capital in the Knowledge Sharing Process through the Business Network
Tatiana BOUZDINE-CHAMEEVA, Marina BURAKOVA-LORGNIER

2004

- ♦ **N°65-04** : How Do Consumer Choose Wine? Factors that Influence the Purchase Decision Making in the Wine Category
Agnes TOTH-HOFMEISTER
- ♦ **N°66-04** : Evaluation de la qualité des grands vins de Bordeaux : Existe-t-il des différences significatives entre dégustateurs?
Philippe BARBE, François DURRIEU
- ♦ **N°67-04** : Le passif de l'Etat-employeur en France : Evaluation au 1^{er} janvier 2004 à la lumière de la retraite 2003
Eric PICHET
- ♦ **N°68-04** : Managing Organisational Commitment : Explaining Labour Turnover in the UK Clothing Industry
Ian TAPLIN, Jonathan WINTERTON
- ♦ **N°69-04** : Les facteurs-clés de succès des entreprises africaines : Le cas des facteurs de la performance des entreprises manufacturières de la République Démocratique du Congo
Kéké Edgard MAKUNZA
- ♦ **N°70-04** : Un monde corrompu : Réflexions sur le présent et l'avenir du monde des affaires et du monde tout court...
Gérard VERNA
- ♦ **N°71-04** : L'analyse typologique : De l'exploratoire au confirmatoire
François DURRIEU, Pierre VALETTE-FLORENCE
- ♦ **N°72-04** : Impact du processus d'influence du parrainage sportif : analyse du processus de transfert affectif dans une approche longitudinale
François DURRIEU, Christian LABORDE
- ♦ **N°73-04**: Organizational Innovation and Change Dissonance: Understanding User Acceptance of CRM Technology
WESLEY J. Johnston
- ♦ **N°74-04** : Stopping rule use during information search in design problems
BROWNE, Glenn J.
- ♦ **N°75-04** : Towards an Integrate value model of Business Relationships
Tibor MANDJAK & Judit SIMMON
- ♦ **N°76-04** : Business Relationship Value Matrices : Enabling the theory Building
Tibor MANDJAK ; Judit SIMMON & Tatiana BOUZDINE-CHAMEEVA
- ♦ **N°77-04** : Comment les P.M.E. dans le secteur viticole abordent-elles les questions stratégiques ?
Tatiana BOUZDINE-CHAMEEVA

2005

- ♦ **N°78-05** : Le marketing dans les formations sanitaires camerounaises
Victor TSAPI & Marie-Noël ASSENE
- ♦ **N°79-05** : Bifurcation Points in developing Business Relationships in Supply Chain environment
Tatiana BOUZDINE-CHAMEEVA & Estelle LOUVEL
- ♦ **N°80-05** : A Theory of Organizational Communication : Organization as Rhetoric.
John A.A. SILLINCE
- ♦ **N°81-05** : Une grille de lecture du marketing au sein des jeunes entreprises de haute technologie : L'orientation marché.
Stéphanie PETZOLD
- ♦ **N°82-05** : L'évaluation des actifs incorporels dans le référentiel IFRS
Pascal BARNETO
- ♦ **N°83-05** : The shopping experience and the impact of expertise : An exploratory approach
François DURRIEU
- ♦ **N°84-05** : Jeunes entreprises de haute technologie : La question de l'accompagnement marketing
Stéphanie PETZOLD

- ♦ **N° 85-05** : Pourquoi les marchés financiers sont-ils inefficients ? Rationalité individuelle versus rationalité collective
Philippe BARBE
- ♦ **N° 86-05** : La démarche qualité et la gestion des connaissances: enchaînement ou inter complémentarité?
Tatiana BOUZDINE CHAMEEVA et Alexandra Mer
- ♦ **N°87-05** : ANCOM- 2: a support tool for collective decisions based on causal mapping
Tatiana BOUZDINE CHAMEEVA
- ♦ **N°88-05** : Ni gauchos, ni Régents : Quand les abeilles meurent, les articles sont comptés
Alexandre DELANOË
- ♦ **N°89-05** : Entreprises et développement durable du territoire.
Laurence EBERHARD-HARRIBEY, François DURRIEU et Jacques Olivier PESME
- ♦ **N°90-05** : Inter-Firm Collaboration and Partnering within a Multinational and Network Theory Approach.
Maria VELUDO
- ♦ **N°91-05** : Alberta Heritage Fund : Blessing Becoming Curse ?
Allan A. WARRACK

2006

- ♦ **N°92-06** : Attitudes toward seasonal sales : An exploratory analysis.
Michaël KORCHIA
- ♦ **N°93-06** : Développer l'exportation des PMI : Une étude des pratiques des entreprises sous-traitantes françaises.
Valérie BARBAT
- ♦ **N°94-06** : Semiological theory of management tools applied to Target Costing in New Product Development: empirical inquiry in the French manufacturing industry
Aziza LAGUECIR & Philippe LORINO
- ♦ **N°95-06** : Les entreprises de survie et le développement de certains pays africains : Le cas de la République Démocratique du Congo.
Allan A. WARRACK
- ♦ **N°96-06** : Packaging Design as Resource for the Construction of brand Identity
Ulrich ORTH
- ♦ **N°97-06** : La relation Etat-PME à travers l'aide publique : d'une logique hiérarchique à une perspective relationnelle
Christophe ESTAY
- ♦ **N°98-06** : Théorie normative des parties prenantes et cohésion sociale
François LEPINEUX
- ♦ **N°99-06** : La responsabilité sociale des entreprises et le modèle socio-économique émergent
François LEPINEUX
- ♦ **N°100-06** : Insurance , Climate Change and the Global Common Good : Emerging responsibility Strategies in leading Companies
François LEPINEUX
- ♦ **N°101-06** : Prix conseillés : une nouvelle source de risque dans la distribution.
Isabelle TRICOT-CHAMARD
- ♦ **N°102-06** : Une lecture entrepreneuriale de l'internationalisation des PMI sous-traitantes
Valérie BARBAT & Martine HLADY RISPAL
- ♦ **N°103-06** : How large firms create industry norms and legitimacy the Growth of North Carolina Wine Industry
Ian M. TAPPLIN & R. Saylor BRECKENRIDGE
- ♦ **N°104-06** : The effects of brand associations on brand equity, subjective knowledge and brand interest
Michaël KORCHIA
- ♦ **N°105-06** : Les signes de marquage dans l'univers du vin : incidence sur l'attitude et l'intention d'achat
Michaël KORCHIA & Jérôme LACŒUILHE
- ♦ **N° 106-06** : Business Relationship Management and Sociology – Part I: How Economic Sociology does cope with Business Relationship?
Tibor MANDJÁK ; Zoltán SZÁNTÓ
- ♦ **N° 107-06** : Business Relationship Management and Sociology ; Part II : Thoughts about the social embeddedness of business relationships
Tibor MANDJÁK ; Zoltán SZÁNTÓ ; Annamária ORBÁN
- ♦ **N° 108-06** : Business Relationship Management and Sociology - Part III : Theoretical Model of Business Relationship Management.
Tibor MANDJÁK
- ♦ **N° 109-07** : Business Relationship Management and Sociology - Part IV: Interfacing the Market : Business Focused, Network Based Reengineering of a Hierarchy. The Case of the Hungarian Broadcasting Company
Zoltán SZÁNTÓ ; Balázs VEDRES
- ♦ **N° 110-06** : Business Relationship Management: The Case of Hungarian Hospitals
Tibor MANDJÁK ; Judit SIMON ; Zsuzsanna SZALKAI
- ♦ **N° 111-06** : Stopping rules in Information Search in online Wine Purchasing decisions
Tatiana BOUZDINE-CHAMEEVA ; Glenn J. BROWNE ; François DURRIEU

2007

- ♦ **N° 112-07** : Le vignoble aquitain : entre atomocité et concentration
Marie-Claude BELIS-BERGOUIGNAN, Nathalie CORADE, Frédéric COURET, Jacques Olivier PESME
- ♦ **N° 113-07** : Décisions boursières : de la rationalité optimisatrice à la rationalité limitée

Philippe BARBE

♦ **N° 114-07** : Why do the Swiss rent?

Steven C. BOURASSA ; Martin HOESLI

♦ **N° 115-07** : Diversification, risque et performance financière

Frantz MAURER