UNIVERSITE DE BOURGOGNE

FACULTE DE SCIENCES ECONOMIQUES ET DE GESTION

STRATEGIES D'ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS ET PRISES DE CONTROLE D'ENTREPRISES

Thèse présentée par Mathieu PAQUEROT

en vue de l'obtention du Doctorat ès Sciences de Gestion

Mention Finance

12 janvier 1996

Membres du jury

Mme Nathalie MOURGUES, Professeur à l'Université Paris XII Val de Marne

M. Gérard CHARREAUX, Professeur à l'Université de Bourgogne

M. Philippe DESBRIERES, Professeur à l'Université de Bourgogne

M. Alain-Charles MARTINET, Professeur à l'Université Jean Moulin

Lyon III

PLAN

INTRODUCTION 8

UN SUJET RECENT EN ECONOMIE MAIS BIEN CONNU EN SCIENCE POLITIQUE9

UN INTERET CERTAIN POUR LA COMPREHENSION DES STRATEGIES D'ENTREPRISES ET DES ORGANISATIONS 11

LES STRATEGIES D'ENRACINEMENT : UN SUJET QUI S'INSCRIT DANS LE CADRE DES THEORIES DE L'AGENCE ET DES COUTS DE TRANSACTION 14

LE CHOIX DE L'ETUDE DES ACQUISITIONS D'ENTREPRISES COMME INVESTISSEMENT SPECIFIQUE OU OPPORTUNISTE DES DIRIGEANTS 15

LA NATURE DE L'INVESTISSEMENT DETERMINE LA QUANTITE D'INFORMATION DISPONIBLE 15

L'IMPORTANCE DES OPERATIONS D'ACQUISITION FACILITE LA MESURE DE LEURS EFFETS 16

UNE APPLICATION TRES GENERALE DES STRATEGIES D'ENRACINEMENT 17

DES STRATEGIES D'ENRACINEMENT VARIEES ET PARFOIS SURPRENANTES 18

Chercher le naïf 18

de la bonne gestion des communes 19

EXEMPLES DE SOCIETES DONT LE MODE DE FONCTIONNEMENT EST BASE SUR21

L'ENRACINEMENT. 21

DEFINITION DE LA PROBLEMATIQUE 24

PARTIE I. PRESENTATION ET CADRE THEORIQUE DE L'ENRACINEMENT 26

CHAPITRE I. LE CADRE THEORIQUE DE L'ENRACINEMENT : L'AGENCE ET L'ECONOMIE DES COUTS DE TRANSACTION 27

I. L'OPPORTUNISME DES ACTEURS 28

II. LES INVESTISSEMENTS SPECIFIQUES : PRESENTATION ET UTILISATION DANS LES STRATEGIES D'ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS 44

III. SYNTHESE DES APPORTS THEORIQUES 51

CHAPITRE II. L'ENRACINEMENT : UNE NOUVELLE APPROCHE DE L'OPPORTUNISME DES DIRIGEANTS 56

I. L'ANALYSE DE SHLEIFER ET VISHNY ET MORCK, SHLEIFER ET VISHNY 56

II. LA REPONSE DE CASTANIAS ET HELFAT 76

III. COMMENTAIRES SUR LES APPORTS DE SHLEIFER ET VISHNY, MORCK, SHLEIFER ET VISHNY ET CASTANIAS ET HELFAT 83

IV. LE MODELE DE STIGLITZ ET EDLIN 90
V. CONCLUSION 97

PARTIE II. UNE LECTURE DES STRATEGIES D'ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS EN TERMES DE POUVOIR ET DE REPUTATION 105

CHAPITRE I. LE POUVOIR ET LA REPUTATION DES DIRIGEANTS AU COEUR DES STRATEGIES D'ENRACINEMENT 105
I. LE POUVOIR : LE GAIN DES STRATEGIES D'ENRACINEMENT 106
II. LA REPUTATION : LE COUT DE LA STRATEGIE D'ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS 152
III. CONCLUSION 156

CHAPITRE II. ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS, ARBITRAGE ET EVOLUTION DES STRATEGIES AU COURS DU TEMPS 157
I. MODELISATION STATIQUE DE L'ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS 157
II. LA PRISE EN COMPTE DU TEMPS DANS LES STRATEGIES D'ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS 166
III. CONCLUSION 185

PARTIE III. APPLICATION DE LA THEORIE DE L'ENRACINEMENT AU MARCHE FRANCAIS 188

CHAPITRE I. INTRODUCTION : RAPPEL DES PROPOSITIONS ET PRESENTATION DES TESTS 188
I. UN SCHEMA EXPLICATIF GLOBAL 188
II. LES PREDICTIONS DE LA THEORIE DE L'ENRACINEMENT 190
III. LES ELEMENTS TESTES 192

CHAPITRE II. 196

CHAPITRE II. L'ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS, LE CUMUL DES MANDATS ET LE CONSEIL D'ADMINISTRATION 197
I. UNE APPLICATION DE L'ENRACINEMENT AU CUMUL DES MANDATS PAR LES DIRIGEANTS 197
II. L'ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS INFLUENCE-T-IL LES SYSTEMES DE CONTROLE ? 204
III. ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS ET CONTROLE DE LA GESTION PAR LE

CONSEIL D'ADMINISTRATION 208
IV. CONCLUSION 212

CHAPITRE III. 212

CHAPITRE III. L'INFLUENCE DE LA STRUCTURE DE PROPRIETE SUR LE CUMUL DES MANDATS 212
I. CONCENTRATION DU CAPITAL ET CUMUL DES MANDATS PAR LES DIRIGEANTS 213
II. L'INFLUENCE DE LA NATURE DE L'ACTIONNARIAT SUR L'ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS 221
III. CONCLUSION 225

CHAPITRE IV. 226

CHAPITRE IV. UNE APPLICATION DE L'ENRACINEMENT AUX ACQUISITIONS227
I. PRISES DE CONTROLE ET ACCROISSEMENT DE POUVOIR DES DIRIGEANTS 227
II. LES OPERATIONS DE CROISSANCE EXTERNE FAVORISENT-ELLES LE CUMUL DES MANDATS PAR LES DIRIGEANTS ? 233
III. L'ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS CONDITIONNE-T-IL LA NATURE DES OPERATIONS REALISEES ? 240

CHAPITRE V. 256

CHAPITRE V. ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS ET PERFORMANCES DE L'ENTREPRISE 257
I. LES MESURES UTILISEES 257
II. LA CROISSANCE DE L'ENTREPRISE: UN OBJECTIF COMPATIBLE AVEC L'ENRACINEMENT 258
III. INFLUENCE DE L'ENRACINEMENT SUR LE RISQUE DE LA FIRME 262
IV. INFLUENCE DE L'ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS SUR LA PERFORMANCE DE LA FIRME 267
V. CONCLUSION 272

CONCLUSION 275

I. LES ELEMENTS FAVORISANT L'ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS 276
PROPOSITION 1 : L'ASYMETRIE D'INFORMATION, L'ETABLISSEMENT DE RELATIONS INFORMELLES, ET L'APPARTENANCE A DES RESEAUX

FAVORISENT L'ENRACINEMENT 276
PROPOSITION 2 : LEUR REPUTATION CONTRAINT LES DIRIGEANTS A PROCEDER A DES ARBITRAGES 277
PROPOSITION 3 : LES STRATEGIES D'ENRACINEMENT SONT REALISEES PAR PHASES , DANS UN PREMIER TEMPS LES DIRIGEANTS S'ENRACINENT PAR LEURS COMPETENCES, PUIS ILS ADOPTENT UN COMPORTEMENT OPPORTUNISTE 277

II. INFLUENCE DES STRATEGIES D'ENRACINEMENT SUR LE CONTROLE DES DIRIGEANTS 278
PROPOSITION 1 : LES MOYENS DE CONTROLE SONT INEFFICACES POUR LIMITER L'ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS 278
PROPOSITION 2 : LES DIRIGEANTS INFLUENCENT LA COMPOSITION DU CONSEIL D'ADMINISTRATION 278
PROPOSITION 3 : LES ACTIONNAIRES MAJORITAIRES NE PEUVENT PAS S'OPPOSER A L'ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS 279

III. INFLUENCE DES STRATEGIES D'ENRACINEMENT SUR LA POLITIQUE D'INVESTISSEMENT DE LA FIRME 279
PROPOSITION 1 : LES DIRIGEANTS REALISENT DES INVESTISSEMENTS SPECIFIQUES OU OPPORTUNISTES POUR S'ENRACINER 279
PROPOSITION 2 : L'ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS INFLUENCE LA POLITIQUE D'INVESTISSEMENT DE L'ENTREPRISE 280

IV. INFLUENCE DES STRATEGIES D'ENRACINEMENT SUR LA PERFORMANCE280
PROPOSITION 1 : LE RISQUE FAVORISE L'ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS (STIGLITZ ET EDLIN (1992)) 280
PROPOSITION 2 : L'ENRACINEMENT DES 281
DIRIGEANTS EST NUISIBLE AUX ACTIONNAIRES (SHLEIFER ET VISHNY ET MORCK, SHLEIFER ET VISHNY) 281
PROPOSITION 3 : LES ACTIONNAIRES PEUVENT BENEFICIER DE L'ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS (CASTANIAS ET HELFAT) 282

BIBLIOGRAPHIE 286

INTRODUCTION

INTRODUCTION

Les stratégies d'entreprise sont au centre des préoccupations de la finance moderne. La nécessité d'une meilleure compréhension des modes de fonctionnement des entreprises est sans doute plus importante en période de crise économique, c'est lorsque les ressources se font rares que leur allocation optimale est la plus nécessaire à la société. Dans cette perspective la compréhension des stratégies d'entreprises doit intégrer de nouveaux éléments tels que les objectifs des différents partenaires de la firme pour compléter les analyses existantes. La prise en compte des aspirations des dirigeants, de leurs stratégies personnelles, de leurs contraintes et de leurs personnalités apportent des éléments nouveaux à l'analyse du comportement des entreprises. La théorie de l'agence, celle des droits de propriété ou encore la théorie des coûts de transaction ont déjà ouvert la voie, en mettant en avant les conflits d'intérêts pouvant exister entre les différents partenaires de la firme et en particulier les comportements opportunistes pouvant résulter de problèmes d'asymétrie d'information ou de différentiels de pouvoir liés à des investissements spécifiques des acteurs dans une relation d'échange avec d'autres agents.

Les dirigeants sont au centre des processus de décision, et il est possible que leurs stratégies personnelles viennent influencer les stratégies des entreprises qu'ils gèrent. L'actualité financière française récente[1] semble justifier pleinement ces nouvelles interrogations.

Dans une série d'articles parus entre 1988 et 1990[2], Shleifer et Vishny et Morck, Shleifer et Vishny s'interrogent sur la possibilité pour les dirigeants de s'enraciner

---

[1]Cf. le Crédit Lyonnais, La Cie Générale des Eaux, Alcatel-Alsthom, Elf...

[2]Shleifer.A et Vishny.R.W (1988) ; Value Maximization and The Acquisition Process ; Journal Of Economic Perspectives, vol 2 ; N°1 ; pp 7-20.

Shleifer.A et Vishny.R.W (1989) ; Management Entrenchment: the case of manager-specific investments ; Journal of Financial Economics ; pp123-139

Morck.R, Shleifer.A et Vishny.R.W (1990) ; Do managerial objectives drive bad acquisitions? ; Journal of Finance ; N°45 ; pp 31-48.

dans les entreprises qu'ils administrent en réalisant des investissements spécifiques à leur capital humain. En nous inspirant de leur analyse, nous avons décidé de nous intéresser aux stratégies d'enracinement des dirigeants.

UN SUJET RECENT EN ECONOMIE MAIS BIEN CONNU EN SCIENCE POLITIQUE

Le thème de l'enracinement que nous nous proposons de traiter peut paraître relativement récent pour les économistes et les gestionnaires. Il le sera moins pour les personnes s'intéressant à la science politique. De nombreux ouvrages politiques traitent en effet de la meilleure façon de garder le pouvoir. Le discours peut porter sur les formes que doit prendre le pouvoir pour être stable ou les moyens à mettre en oeuvre par les politiques pour le conquérir ou le conserver.

Au XVIè siècle Nicolas Machiavel écrivait "Il Principe" un ouvrage destiné à Laurent de Médicis, donnant quelques principes politiques abondamment illustrés d'exemples historiques sur la meilleure façon de conserver le pouvoir. Ce manuel d'enracinement appliqué suscitera de nombreux commentaires.
Ce livre a un mérite incontestable par rapport aux manuels classiques écrits avant ou après sa parution et traitant de la chose politique. Il décrit non pas ce qui devrait être mais ce qui est. La pratique remplace la théorie et les exemples historiques viennent étayer un exposé parfois choquant sur les moyens employés (et critiqués par Machiavel) par les chefs politiques pour gouverner.
Les critiques de Machiavel ont pour seul objectif de faire ressortir les meilleures méthodes pour maintenir son pouvoir ou plus exactement se maintenir au pouvoir. Machiavel ne juge les moyens que par rapport à leur objectif principal, peu importe que ces moyens soient moraux ou non, l'important est qu'ils assurent à celui qui les utilise l'objectif qu'il leur assigne[3].

[3]Il faut toutefois remarquer que Machiavel préconise par exemple de se faire aimer du peuple, car celui-ci constitue le meilleur des alliés. Sans donner de leçon de morale, l'auteur fait ressortir les avantages à employer certaines méthodes (Ex: ne pas dépouiller le peuple ou l'opprimer) à d'autres (Ex: affamer le peuple pour entretenir des armées étrangères).

Notre étude sur les stratégies d'enracinement des dirigeants à l'intérieur des entreprises s'inspire de l'oeuvre de Machiavel, car beaucoup des principes énoncés dans "Le Prince" semblent pouvoir être appliqués pleinement dans le cadre de l'entreprise.

Ces emprunts peuvent être faits pour deux raisons :

- L'entreprise est un jeu politique où se mêlent les problèmes de pouvoir d'alliance, de concurrence...
- Les stratégies d'enracinement ont une véritable dimension politique et peuvent être appliquées aussi bien aux dirigeants d'entreprises (ou à leur salariés) qu'aux dirigeants politiques.

L'étude de l'enracinement est un phénomène nouveau pour les économistes même dans le cadre "des nouvelles théories" telles que les droits de propriété, la théorie de l'agence ou celle des coûts de transaction.

Ceci peut s'expliquer par la nature même de l'économie, qui cherche à traduire sous forme d'utilité les implications des contrats régissant la vie de l'entreprise. Néanmoins, peut-être pour des problèmes de testabilité, ces fonctions d'utilité sont ramenées bien souvent à des fonctions monétaires (rémunérations des dirigeants ou des différents partenaires de la firme).

Ainsi les théories économiques se sont plus intéressées aux conséquences monétaires des contrats entre les dirigeants et les différents partenaires de la firme qu'aux implications en termes de sécurité et de pouvoir pour les managers. Or les résultats monétaires ne sont que la conséquence directe des relations de pouvoir découlant des contrats entre les différents protagonistes. Il nous paraît donc important d'étudier cette phase intermédiaire que constitue la modification des relations de pouvoir entre les partenaires d'une relation.

L'enracinement suppose que les dirigeants vont chercher à accumuler du pouvoir auprès des différents partenaires pour conserver leur poste[4] et augmenter leur

[4]Ceci peut également se traduire sous forme monétaire en intégrant dans la fonction d'utilité des dirigeants la rémunération totale que ceux-ci percevront au cours de leur carrière.

rémunération. Pour ce faire, ils vont travailler sur cette phase intermédiaire indispensable pour transformer par la suite cet avantage en termes de négociation en avantage monétaire.
L'étude des stratégies d'enracinement et des luttes de pouvoir qu'elles provoquent à l'intérieur des entreprises nous parait indispensable à la compréhension des stratégies des firmes et des organisations.

UN INTERET CERTAIN POUR LA COMPREHENSION DES STRATEGIES D'ENTREPRISES ET DES ORGANISATIONS

L'analyse stratégique explique le comportement des firmes par des processus rationnels dont l'objectif est une plus grande efficience globale de l'organisation. Ces analyses, dont nous ne remettons pas en cause la grande pertinence, supposent implicitement que les dirigeants maximisent la valeur de la firme.
Leurs actions sont entreprises afin d'augmenter la compétitivité globale de la firme à long terme. Les échecs sont expliqués par une mauvaise appréhension de l'environnement par les dirigeants, ou par une certaine forme d'incompétence de leur part.

Ces analyses stratégiques ne remettent pas en cause la volonté des dirigeants de maximiser la valeur de leur entreprise. Dans les modèles stratégiques "classiques", les dirigeants entreprennent des actions pour répondre à un environnement, à des contraintes externes (environnement, concurrence, groupe de pression) ou internes (nature de la main d'oeuvre, structure de la firme, moyens disponibles...).
Ces modèles stratégiques peuvent être utilisés pour l'étude de l'enracinement des dirigeants. Ainsi le modèle " STRATEGIE ↔ STRUCTURE" [5] peut être appliquées à l'enracinement. De même les concepts de barrières à l'entrée ou à la

[5]Ce modèle peut s'avérer d'une grande richesse pour la compréhension des stratégies d'enracinement des dirigeants si on suppose que ces derniers entreprennent des actions contraintes par la structure initiale afin de modifier leur environnement et les rapports de pouvoir avec les différents partenaires de l'entreprise. Nous développerons cette analyse dans la suite de notre

sortie développés par Porter[6] (1980) peuvent être d'une grande utilité.

Cependant pour être utilisés dans l'analyse des stratégies d'enracinement, ces modèles nécessitent de prendre en compte les objectifs des dirigeants et d'accepter que ces objectifs soient différents de ceux des personnes qui leur ont confié la direction de l'entreprise.

La difficulté réside dans la complexité du phénomène qu'il faut tenter d'appréhender. Les analyses stratégiques "classiques" sont déjà suffisamment compliquées pour essayer de déterminer la rationalité des processus de décision qui ont conduit à entreprendre une action. Les informations ne sont pas toujours disponibles, les dirigeants peu enclins à fournir des détails sur leurs motivations stratégiques... En supposant que leurs objectifs puissent être différents de ceux de leurs actionnaires, le problème se complique très sérieusement.

L'obstacle principal d'une telle analyse réside dans sa testabilité. Il existera toujours un doute sur les motivations réelles des dirigeants à entreprendre certaines actions parce que celles-ci ne seront jamais observables. Quels dirigeants avoueront avoir réalisé une acquisition pour augmenter leurs avantages en nature, leur sécurité ou leur liberté d'action? Les résultats des stratégies menées ne sont pas toujours observables, en particulier lorsque les effets se traduisent par une diminution du contrôle exercé par les actionnaires sur la gestion ou par un accroissement de l'espace discrétionnaire de l'équipe dirigeante.

Dans ces conditions, les stratégies d'enracinement des dirigeants peuvent rester de simples élucubrations sur leur comportement supposé opportuniste. Un appauvrissement des actionnaires à la suite d'une manoeuvre stratégique importante, une acquisition d'entreprise par exemple, peut être expliqué par une maladresse des dirigeants, une mauvaise appréhension du milieu, un environnement plus concurrentiel, une innovation technologique remettant en cause la pertinence des investissements, ou la sous-estimation de certains éléments, telles que la résistance du personnel à la prise de contrôle, les pressions des associations de consommateurs.... Il sera en revanche beaucoup plus délicat de

---

exposé.

[6]Porter. M.A ; (1980) Competitive Strategy ; New York ; Free Press. Il existe une traduction de cet ouvrage parue en 1990 sous le titre "Choix Stratégique et Concurrence" ; Economica Gestion.

prouver que l'opération était entreprise par les dirigeants pour maximiser leur utilité et non celle de leurs actionnaires. Finalement il subsistera toujours un doute sur la véritable nature des motivations de l'équipe dirigeante.

Malgré les difficultés importantes que nous venons de souligner, il nous semble intéressant de tenter de construire un nouveau cadre d'analyse pour comprendre les stratégies des entreprises. Les réponses apportées ne peuvent qu'enrichir les analyses stratégiques existantes, en fournissant des explications alternatives permettant d'aborder les problèmes de l'entreprise sous un angle différent.
La prise en compte des aspirations des dirigeants peut, par exemple, contribuer à expliquer l'évolution de la structure d'une entreprise, les schémas organisationnels ou les structures de pouvoir à l'intérieur de la firme.
Finalement ce type d'analyse n'est pas très éloigné du cadre stratégique classique, les contraintes internes et externes considérées concernent les dirigeants et l'intégration par ces derniers de "leur environnement" dans leurs décisions de gestion.
Dans cette perspective la firme est un instrument leur permettant de maximiser leur utilité en intégrant un certain nombre de contraintes liées à l'environnement.

La finance d'entreprise a déjà intégré dans ses analyses du comportement des entreprises, les motivations des dirigeants. Certains courants (l'agence, la théorie des droits de propriété, l'économie des coûts de transaction) considèrent l'opportunisme des agents comme un facteur explicatif essentiel de leur comportement[7].

---

[7]On trouvera une bonne présentation de ces courants théoriques dans:
Williamson.O.E ; (1988) ; Corporate Finance and Corporate Governance ; The Journal of Finance ; vol XLIII, N°3 ; pp 567-591.
Charreaux.G ; (1987) ; La théorie positive de l'agence: une synthèse de la littérature ; in: De nouvelles théories pour gérer l'entreprise ; Economica Gestion ;1987.
Joffre.P ; (1987) ; L'économie des coûts de transaction ; in De nouvelles théories pour gérer l'entreprise; Economica Gestion.
Coriat.B et O.Weinstein ; (1995) ; Les nouvelles théories de l'entreprise ; Le livre de Poche; Collection Références.

LES STRATEGIES D'ENRACINEMENT : UN SUJET QUI S'INSCRIT DANS LE CADRE DES THEORIES DE L'AGENCE ET DES COUTS DE TRANSACTION

Le sujet que nous traitons s'inscrit dans le cadre théorique de l'agence et des coûts de transaction comme nous proposons de le démontrer dans notre première partie.
Ces deux courants théoriques "récents" ont permis de reconsidérer le cadre d'étude néoclassique de la firme, en remettant en cause l'absence de séparation entre les apporteurs de capitaux et les gestionnaires de l'entreprise et la volonté des acteurs de maximiser les profits de l'organisation à laquelle ils appartiennent.

La théorie de l'agence tente de déterminer quels sont les mécanismes ou les contrats ex-ante qui peuvent permettre de réguler les relations entre les acteurs en alignant leurs intérêts.
La théorie des coûts de transaction, développée par Williamson s'intéresse aux formes de contrat minimisant les coûts de transaction ainsi qu'aux mécanismes ex-post chargés de régler les différends entre les participants à une relation contractuelle.
Les deux courants théoriques supposent que les acteurs sont opportunistes et désirent maximiser leur fonction d'utilité. Les stratégies d'enracinement des dirigeants sont une continuation directe de ces courants. L'opportunisme des dirigeants se traduit par leur volonté de modifier leur environnement pour accroître leur utilité. Ils utilisent pour cela la politique d'investissement de la firme et détournent ainsi les ressources de celle-ci de leur objectif principal, la maximisation de la richesse des actionnaires.
La modification de l'environnement est une étape essentielle à la conduite de ces stratégies et cette prise en compte de la possibilité des acteurs d'influencer le milieu dans lequel ils évoluent constitue l'originalité du sujet par rapport aux courants théoriques cités précédemment.

Nous nous proposons d'étudier les stratégies d'enracinement des dirigeants à travers les acquisitions d'entreprises qu'ils réalisent. Il nous faut à présent justifier ce choix singulier.

LE CHOIX DE L'ETUDE DES ACQUISITIONS D'ENTREPRISES COMME INVESTISSEMENT SPECIFIQUE OU OPPORTUNISTE DES DIRIGEANTS

Les stratégies d'enracinement des dirigeants que nous nous proposons d'étudier sont réalisées par ces derniers à travers la politique d'investissement de la firme qu'ils dirigent. Les investissements réalisés par les dirigeants pour augmenter leur valeur auprès des actionnaires et des différents partenaires de la firme peuvent prendre différentes formes, ils peuvent notamment être réalisés de façon interne ou externe.

Le développement d'une activité dans laquelle les dirigeants disposent de compétences particulières susceptibles de générer des rentes managériales en raison de leur complémentarité avec les actifs de la firme leur permet de modifier les relations de pouvoir avec les différents partenaires de l'entreprise.

LA NATURE DE L'INVESTISSEMENT DETERMINE LA QUANTITE D'INFORMATION DISPONIBLE

Cependant la disponibilité des informations sur les investissements des firmes nous a conduit à nous intéresser plus particulièrement aux opérations d'acquisition. En effet ce type particulier d'investissement bénéficie d'une plus grande publicité dans la presse spécialisée. Les acquisitions sont donc plus faciles[8] à recenser que les investissements internes des entreprises. Le volume global d'information

[8]Notons cependant que le recensement des opérations réalisées hors du marché financier ou hors du territoire national reste problématique. En particulier les informations disponibles sont souvent incomplètes ou inexistantes.

disponible pour ces opérations sera également plus important tant dans les rapports annuels que dans la presse spécialisée.
Les entreprises acquéreuses peuvent également fournir plus d'informations sur ce type d'opération dans la mesure où elles peuvent contribuer à valoriser leur image auprès du public et des actionnaires en particulier.

Ajoutons enfin que l'obligation de publicité liée à ces opérations facilite également la recherche d'information.

L'IMPORTANCE DES OPERATIONS D'ACQUISITION FACILITE LA MESURE DE LEURS EFFETS

Un autre élément intéressant à prendre en compte concernant les acquisitions d'entreprises réalisées par les dirigeants réside dans l'ampleur de l'investissement.
Cette qualité et l'aspect exceptionnel de l'opération devrait faciliter les mesures des effets pour les entreprises acquéreuses et les entreprises cibles. L'évolution des performances des entreprises impliquées dans l'opération avant et après la réalisation de celle-ci ainsi que les éventuels rendements anormaux à l'annonce de celle-ci peuvent constituer des mesures intéressantes de son impact sur la richesse des actionnaires[9].

L'abondante littérature développée sur les prises de contrôle[10] et la variété des

---

[9]Il n'est pas prévu pour l'instant d'utiliser de rendements anormaux dans les tests.

[10]Cf. Husson.B ; (1987); la prise de contrôle d'entreprises. Paris: PUF.
Auerbach.A.J ; (1988) ; Corporate Takeovers: causes and consequences ; Chicago: University of Chicago Press.
Auerbach.A.J ; (1988) ; Mergers and Acquisitions; Chicago, London, The University of Chicago Press.
Jensen.M.C ; (1984) ; Takeovers: folklore and science ; Harvard Business Review ; vol 62 ; N°6 ; pp 109-121.
Jensen.M.C et R.S.Ruback ; (1983) ; The market for corporate control: the scientific evidence ; Journal of Financial Economics, Vol 11 ; p 5-50.
Dumontier.P, JM.Brunet et M.Souton ; (1989) ; Les caractéristiques financières des sociétés françaises acquises par offre publique ; Economies et Sociétés ; Série Sciences de Gestion ; N°14;

résultats obtenus montre clairement que plusieurs explications théoriques peuvent être appliquées à la justification de ces opérations. L'enracinement des dirigeants peut constituer à cet égard une analyse complémentaire ou une explication alternative[11] à celles déjà fournies.

Il faut noter que la réduction des stratégies d'enracinement à l'étude des acquisitions réalisées par les dirigeants ne doit pas cacher l'application très générale qui peut être faite de cette théorie. La grande variété des stratégies d'enracinement menée par les agents devrait permettre d'enrichir notre perception du phénomène.

UNE APPLICATION TRES GENERALE DES STRATEGIES D'ENRACINEMENT

Les stratégies d'enracinement sont applicables à tout type d'acteur, qu'il soit politique, économique, juridique, religieux...

Nous centrons notre analyse sur les dirigeants des entreprises, mais comme le remarquent très justement Shleifer et Vishny (1989[12]), tout acteur a la possibilité de s'enraciner. Ainsi une secrétaire peut augmenter sa sécurité d'emploi en créant un système de classement idiosyncratique rendant son remplacement coûteux pour l'organisation qui l'emploie.

De même un informaticien peut augmenter la dépendance d'un client ou de son employeur en créant un programme dont les procédures ne sont pas communes en termes de programmation et d'algorithme. L'absence d'une documentation claire concernant le fonctionnement renforce la dépendance des utilisateurs à l'égard du

---

pp 107- 128.

Nussenbaum.M ; (1989) ; Prises de contrôle, Fusions, Acquisitions. Eléments théoriques et pratiques; Tome III; pp 2245-2270 in Encyclopédie de Gestion; sous la direction de Joffre.P et Y.Simon; Economica.

[11]Morck.R, Shleifer.A et Vishny.R.W (1990) ; Do managerial objectives drive bad acquisitions? ; Journal of Finance ; N°45 ; pp 31-48.

[12]Shleifer.A et R.W.Vishny ; (1989) ; Management Entrenchment: the case of manager-specific investments ; Journal of Financial Economics ; pp123-139

concepteur.

Une première remarque s'impose, les systèmes ainsi créés par les agents peuvent être efficaces pour les organisations qui les emploient, ils contribuent cependant largement à modifier les rapports de pouvoir entre les protagonistes. A cet égard, l'étude des sources du pouvoir nous sera d'une grande utilité.

Cette modification des rapports de pouvoir peut engendrer des inefficiences économiques en permettant aux acteurs à l'origine de l'évolution de l'environnement d'accroître leur opportunisme et de détourner les ressources de l'organisation à leur profit.

Il est également possible que ces modifications empêchent les mécanismes de marché de fonctionner et provoquent ainsi des inefficiences liées à la persistance de déséquilibres empêchant l'allocation optimale des ressources dans l'économie.

DES STRATEGIES D'ENRACINEMENT VARIEES ET PARFOIS SURPRENANTES

Il existe une grande variété de stratégies d'enracinement, certaines peuvent parfois paraître surprenantes tout en présentant une efficacité redoutable.

CHERCHER LE NAÏF

Ainsi deux employés de banque avaient contracté auprès de leur employeur un emprunt qu'ils n'étaient pas en mesure de rembourser. Pour récupérer ses fonds le prêteur fut dans l'obligation d'effectuer des retenues sur les salaires de ses deux employés négligents. Au cours de la même période, la banque procédait à une restructuration et se trouva dans l'obligation d'effectuer des licenciements.

A une période où de nombreux salariés de l'entreprise craignaient pour leur emploi,

les deux emprunteurs négligents (peu soucieux des horaires par ailleurs) ne se sentaient pas inquiétés, leur faible performance condamnait la banque à les conserver pour pouvoir récupérer les sommes qui lui étaient dues, les indemnités de chômage n'étant pas saisissables.

La question que l'on peut se poser et qui est caractéristique des interrogations que l'on est en droit d'avoir sur les stratégies d'enracinement est la suivante : Cette stratégie est-elle volontaire de la part des deux employés ? Si oui, la banque peut être considérée comme le naïf de l'histoire. Dans le cas contraire l'expression *"Aux innocents les mains pleines*" vient de trouver une validation empirique supplémentaire.

DE LA BONNE GESTION DES COMMUNES

L'utilisation des ressources de l'organisation ou de la collectivité à des fins d'enracinement peut également être observée en politique. L'enracinement prend pour les élus une dimension particulière puisqu'ils sont confrontés régulièrement à une échéance électorale au cours de laquelle ils peuvent perdre leur mandat.

Mingat et Salmon[13], dans une étude parue en 1985 s'intéressent à la tendance politique des grandes villes et étudient les relations entre cette tendance et la répartition de la population dans les agglomérations. En appliquant l'analyse de Hirschman[14] selon laquelle les électeurs disposent de l'alternative "*exit*" ou "*voice*" pour réagir aux politiques menées par les élus dans leur municipalité, les auteurs remarquent que les maires ont la possibilité d'influencer les résultats électoraux en menant des actions pouvant dissuader une partie des électeurs de s'installer dans leur commune.

---

[13]Mingat.A et P.Salmon ; (1985) ; La tendance politique des grandes villes: conséquence ou cause de la répartition de la population dans les agglomérations ; Document de travail N°78 de l'IME.

[14]Hirschman.A.O ; (1970) ; Exit, Voice and Loyalty: responses to decline in firms, organizations and states ; Cambridge, Harvard University Press ; traduction française sous le titre: La réaction au déclin des entreprises et des institutions de l'Etat ; Editions Ouvrières ; 1972.

Ils observent que "*curieusement, cependant, ce mécanisme est en général intégré dans l'analyse des choix des politiciens sous la forme d'une contrainte ou éventuellement d'un objectif et non sous celle d'un instrument*[15]". Mingat et Salmon (1985) supposent que les politiciens au pouvoir ont pour seul objectif de maximiser la probabilité de leur réélection.

Pour ce faire ils peuvent utiliser les ressources mises à leur disposition par la commune et orienter les investissements de cette dernière de façon à séduire ou à repousser un électorat particulier.
Les variables sur lesquelles les actions sont possibles sont nombreuses. Certaines peuvent même paraître insignifiantes.

Ainsi le développement des espaces verts dans une municipalité de droite peut influencer favorablement la probabilité de réélection des élus en place. En effet, le développement d'espaces verts à l'intérieur du centre ville va diminuer les surfaces qui peuvent être attribuées aux logements, et contribuer à faire augmenter le prix des logements existants en raison de l'amélioration de l'environnement dans lequel ils se situent. Cet accroissement de la valeur des logements va se répercuter sur le prix des locations. L'augmentation des loyers peut dissuader les populations à faible revenu de s'installer dans le centre ville pour préférer la périphérie où les logements seront moins chers. Cette fraction de la population votant traditionnellement à gauche, les maires des communes ayant pratiqué ce type de politique ont dissuadé un électorat qui leur était peu favorable de s'installer dans leur municipalité.

De même, la réglementation des constructions (préservation de la nature des habitations...) ou la réglementation d'urbanisme (réduction du nombre de terrains constructibles...) peuvent constituer des instruments efficaces pour conduire une stratégie d'enracinement. On peut ainsi supposer par exemple que la taille des parcelles constructibles puisse être plus faible dans les communes de gauche que dans les communes de droite.

---

[15]Mingat.A et P.Salmon (1985) ; p 21.

L'étude de Mingat et Salmon (1985) nous paraît extrêmement intéressante car elle permet de souligner plusieurs éléments importants pour la compréhension des stratégies d'enracinement :

- les élus ou d'une façon plus générale les personnes mandatées pour gérer des actifs pour le compte d'autres acteurs ont la possibilité de modifier leur environnement en utilisant les ressources de l'organisation qu'ils dirigent.

- Les procédures de contrôle telles que les élections (ou les nominations pour les dirigeants d'entreprise) peuvent se révéler partiellement inefficaces en raison des modifications de l'environnement réalisées par les "élus".

- Certaines variables considérées comme peu influentes a priori et négligées dans les analyses peuvent présenter des caractéristiques intéressantes pour les stratégies d'enracinement, la discrétion n'étant pas la moindre de leur qualité.

Cet exemple concernant la gestion des communes peut être généralisé au niveau de l'Etat et force est de constater que certains modes de gouvernement semblent s'inspirer largement des stratégies d'enracinement. Sans tomber dans le travers de voir de l'enracinement dans toute chose, le désir des individus de conserver leur pouvoir, de l'accroître ou d'en assurer la transmission à leur descendance ne nous semble pas incompatible avec la nature humaine. Il n'est pas surprenant dans ces conditions d'observer cette volonté à travers certaines institutions, modes de gouvernement[16], organisations sociales ou religieuses.

EXEMPLES DE SOCIETES DONT LE MODE DE FONCTIONNEMENT EST BASE SUR L'ENRACINEMENT.

On peut remarquer que bon nombre de sociétés ou de mode de gouvernement sont

[16]Russ.J ; (1994) ; Les théories du pouvoir ; Le livre de poche; collection Références.

régis par l'enracinement [17]. Les systèmes monarchiques ne visaient-ils pas à assurer le pouvoir à une certaine "élite" de la société indépendamment de ses mérites ou de ses qualités ? La stratégie d'enracinement dans ce cas visait simplement à restreindre le nombre de personnes susceptibles d'exercer le pouvoir.

De même certaines sociétés africaines[18] dans lesquelles le pouvoir, les richesses... sont réservés aux anciens relèvent également de l'enracinement. Les jeunes sont écartés du pouvoir et ce système favorise une certaine inertie dont la principale vertu est d'assurer la stabilité du pouvoir et sa légitimité à l'intérieur de la société traditionnelle[19].

Le système des castes hindoues peut également être analysé avec l'enracinement comme grille de lecture. Ce système assure aux membres des castes supérieures une place respectable dans la société, indépendamment de leurs qualités intrinsèques. Le système très hiérarchique est accepté par tous, y compris par les membres des castes inférieures. Ces derniers acceptent leur sort dans l'espoir d'une meilleure place dans leurs vies futures.
Avec un certain cynisme, on peut remarquer que ce système pourrait correspondre à une stratégie d'enracinement, d'autant plus efficace que les classes inférieures ne sont pas incitées à se battre pour gravir des échelons dans la société . Quels que soient leurs mérites elles ne réussiront pas à changer leur place ou leur rang dans la communauté. Ces formes de sociétés conduisent à un certain fatalisme dans les classes inférieures. En revanche, les classes supérieures bénéficient d'une grande sécurité, leur place dans la société n'est jamais menacée par les castes inférieures puisque le rang de chaque individu est déterminé par sa naissance (comme dans les systèmes monarchiques).

Il est remarquable de constater que les castes supérieures sont constituées par les Brahmanes (c'est-à-dire les prêtres de la religion hindoue). De là à imaginer que ce système aurait pu être mis en place par les Brahmanes pour conserver leur rang

---

[17]Ellul.J ; (1961); Histoire des institutions; PUF Thémis.
[18]Ballandier.J; (1971) ; Sociologie de l'Afrique noire; PUF Quadrige.

privilégié dans une société où les ressources sont rares.

Ces différents exemples semblent peut-être osés. Néanmoins, on peut remarquer que l'organisation de ces sociétés produit un résultat assez similaire à celui d'une stratégie d'enracinement. Les personnes bénéficiant d'un rang élevé dans la société sont assurées d'une certaine sécurité puisque les individus d'un rang inférieur ne sont pas encouragés à lutter pour prendre leur place, le rang étant attribué indépendamment des qualités des individus mais en fonction de leur naissance.

Bien sûr de telles sociétés bénéficient d'une certaine stabilité tant que chaque individu se conforme aux règles qui la régissent. Cette stabilité peut être considérée comme souhaitable, néanmoins elle peut engendrer des inerties importantes et une mauvaise allocation des ressources entre les individus puisque les plus qualifiés ne bénéficient pas nécessairement des opportunités ou des ressources leur permettant de valoriser leurs efforts dans (et pour) la société.

Pour reprendre le cas des castes hindoues, on peut remarquer que la société indienne bénéficie d'une grande stabilité malgré des inégalités effrayantes au sein de sa population. Les principales difficultés résultent de l'opposition entre Hindous et Musulmans et non des inégalités à l'intérieur de la société Hindoue. Les intouchables ne se révoltent pas contre l'oppression ou l'exploitation des castes supérieures car cette révolte ne changerait en rien leur situation présente. Ils peuvent seulement être assuré d'un meilleur sort dans une vie future[20]. On peut également se demander dans quelle mesure ce système qui contribue à la stabilité de la société n'est pas à l'origine des difficultés rencontrées par cette même société, dans la mesure où l'allocation des ressources entre les individus n'est pas optimale.

---

[19]Coquery-Kichovitch.C et Moniot.H ; (1984) ; L'Afrique noire de 1800 à nos jours ; PUF Clio.

[20]Il faut remarquer que le développement important de la religion musulmane dans cette partie de l'Asie est étroitement lié au système de caste. La religion musulmane offrait l'égalité entre les individus et nombreux furent les intouchables qui se convertirent à cette religion plus tolérante et leur offrant de meilleures perspectives. On peut assimiler cette conversion à l'analyse en termes de "Exit/Voice". Puisqu'il leur était impossible de se rebeller contre le système en place, ils en changèrent.

DEFINITION DE LA PROBLEMATIQUE

Les différents exemples précédents nous permettent de mieux définir notre problématique dans la mesure où ils mettent en évidence un certain nombre de facteurs dont l'analyse des stratégies d'enracinement doit tenir compte.

1. Les investissements entrepris par les personnes désireuses de s'enraciner sont réalisés avec les fonds de "l'organisation" à laquelle ils appartiennent.
2. Les investissements spécifiques à leur capital humain leur permettent d'accroître leur valeur pour "l'organisation".
3. Ils ont la possibilité de réaliser des investissements qui ne sont pas spécifiques à leur capital humain mais qui leur permettent de s'enraciner en diminuant les moyens de contrôle, en augmentant l'asymétrie d'information ou en éliminant la concurrence.
4. L'enracinement peut présenter des inconvénients pour les organisations en empêchant les systèmes régulateurs (élections, marchés...) de fonctionner correctement.
5. Il permet également aux individus enracinés d'augmenter leurs prélèvements ou d'une façon plus générale leur utilité au détriment de "l'organisation" à laquelle ils appartiennent.
6. Mais l'enracinement peut également procurer des avantages pour "l'organisation":

- car les investissements spécifiques qui permettent aux acteurs de s'enraciner peuvent les rendre plus efficaces et donc profiter indirectement à l'organisme dont ils sont membres.
- il peut assurer une certaine stabilité du pouvoir permettant la poursuite d'objectifs à long terme.

En tenant compte de ces différents éléments notre problématique peut se définir

par les trois questions suivantes :

- **Les dirigeants ont-ils la possibilité de s'enraciner dans les entreprises qu'ils dirigent en réalisant des investissements spécifiques à leur capital humain ou des investissements opportunistes qui leur permettent de rendre leur remplacement difficile ou coûteux pour les partenaires?**

- **Les prises de contrôle peuvent-elles constituer un outil d'enracinement pour les dirigeants qui les entreprennent?**

- **L'enracinement des dirigeants est-il nécessairement néfaste à la richesse de leurs actionnaires?**

Pour répondre à ces différentes questions, nous proposons dans un premier temps de situer le cadre théorique de l'enracinement et de présenter les apports des précurseurs de la théorie, ainsi que les principales implications pour les actionnaires et les différents partenaires de la firme (Partie I).
Puis nous tenterons de développer une grille de lecture des stratégies d'enracinement en termes de pouvoir et de réputation pour prendre en compte les conséquences de ces stratégies pour les différents partenaires de la firme et les dirigeants (Partie II).
Enfin dans une troisième partie nous nous proposons, en adoptant une démarche hypothético-déductive de tester les hypothèses développées au cours de notre exposé en nous intéressant en particulier à l'impact des acquisitions sur l'enracinement des dirigeants (Partie III).

PARTIE I / PRESENTATION ET CADRE THEORIQUE DE L'ENRACINEMENT

PARTIE I. PRESENTATION ET CADRE THEORIQUE DE L'ENRACINEMENT

Shleifer et Vishny et Morck, Shleifer et Vishny[21], dans une série d'articles novateurs s'interrogent sur la possibilité pour les dirigeants de s'enraciner dans l'entreprise qu'ils dirigent en réalisant des investissements spécifiques à leur capital humain. Les auteurs remettent également en cause le rôle disciplinaire attribué par la théorie de l'agence aux opérations de prises de contrôle . Ils supposent que ces opérations peuvent être le reflet de l'opportunisme des dirigeants disposant de ressources importantes. Il nous paraît important de situer le cadre théorique de l'enracinement et en particulier de montrer dans quelle tradition de recherche se place cette théorie.

Dans un premier temps, nous allons tenter de définir le cadre théorique de l'enracinement puis nous ferons une présentation des stratégies d'enracinement en intégrant les apports des différents auteurs.

CHAPITRE I. LE CADRE THEORIQUE DE L'ENRACINEMENT : L'AGENCE ET L'ECONOMIE DES COUTS DE TRANSACTION

L'enracinement des dirigeants s'inscrit dans le cadre de la théorie de l'agence et des coûts de transaction. Comme ces deux théories, l'enracinement s'intéresse aux relations entre actionnaires et dirigeants. Elle est en quelque sorte une continuation de ces théories. Les hypothèses classiques sur le comportement des dirigeants, l'environnement...sont reprises.

---

[21]Shleifer.A et R.W.Vishny ; (1988) ; Value Maximization and The Acquisition Process ; Journal Of Economic Perspectives, vol 2 ; N°1 ; pp 7-20.
Shleifer.A et R.W.Vishny; (1989) ; Management Entrenchment: the case of manager-specific investments ; Journal of Financial Economics ; pp123-139
Morck.R, Shleifer.A et R.W.Vishny ; (1990) ; Do managerial objectives drive bad acquisitions? ;

Afin de mieux comprendre la théorie de l'enracinement il est nécessaire de préciser le cadre théorique dans lequel elle s'inscrit.

Dans un ouvrage devenu aujourd'hui un classique de la littérature financière, "The modern Corporation and Private Property"[22], Berle et Means en 1932, observent que la propriété et le contrôle des grandes entreprises sont souvent séparés dans les grandes entreprises américaines, les auteurs supposent que cela n'est pas sans incidence sur l'efficacité économique des firmes. Cependant il faut noter que cette hypothèse avait déjà été émise par Adam Smith en 1776 dans un ouvrage resté célèbre, "La richesse des nations". Smith développe l'idée selon laquelle la séparation entre la propriété et le contrôle dans les sociétés par actions peut entraîner des problèmes de gestion importants. *"Néanmoins, les directeurs de ces sortes de compagnies étant les régisseurs de l'argent d'autrui plutôt que de leur propre argent, on ne peut guère s'attendre à ce qu'ils y apportent cette vigilance exacte et soucieuse que les associés d'une société apportent souvent dans le maniement de leurs fonds. Tels que les intendants d'un riche particulier, ils sont portés à croire que l'attention sur les petites choses ne conviendrait pas à l'honneur de leurs maîtres, et ils se dispensent très aisément de l'avoir. Ainsi, la négligence et la profusion doivent toujours dominer plus ou moins dans l'administration des affaires de la compagnie.* "[23].

Les "nouvelles " théories de la firme développées au cours des dernières décennies ont depuis, largement étudié les relations entre les propriétaires de la firme et leurs dirigeants. L'opportunisme ou "l'hyper rationalité " des acteurs occupe une place centrale dans ces nouveaux développements.

I. L'OPPORTUNISME DES ACTEURS

Journal of Finance ; N°45 ; pp 31-48.

[22]Berle.A.A et G.C.Means ; (1932) ; The Modern Corporation and Private Property ; Mac Millan; New York.

[23]Smith.A ; (1776) ; La Richesse des Nations ; Liv V ; Chapitre I ; section 3. Page 367 ; GF

Cette nouvelle approche de l'entreprise va générer un courant de littérature important, sur la séparation entre la propriété et le contrôle dans les entreprises. Berle et Means soulignent dans leur analyse que le capitalisme deviendrait moins efficace en raison de l'apparition et du développement d'une nouvelle forme de propriété, caractérisée par la séparation des fonctions de propriété et de direction [24]dont les grandes sociétés américaines à actionnariat diffus constituaient l'illustration. Les auteurs supposent notamment que les dirigeants de ces sociétés peuvent avoir des objectifs différents de ceux des actionnaires, ils peuvent, par exemple, souhaiter bénéficier d'une rémunération et d'avantages en nature plus importants, or cette politique va à l'encontre de la maximisation de la valeur de la firme. Berle et Means ont ainsi posé le problème de l'agence tel que nous le connaissons aujourd'hui. " *Une relation d'agence apparaît dès qu'un particulier (ou une entreprise) confie plus ou moins partiellement la gestion de ses propres intérêts à autrui"*[25].

Bien entendu, le cadre de la théorie de l'agence ne s'applique pas seulement aux relations entre actionnaires et dirigeants et de nombreuses autres applications ont été faites, notamment sur les relations entre acheteurs et fournisseurs ou encore entre créanciers et débiteurs. La définition de la relation d'agence donnée par Jensen et Meckling (1976)[26] par son caractère général en est l'illustration :
"*Nous définissons une relation d'agence comme un contrat dans lequel une (ou plusieurs) personne a recours aux services d'une autre personne pour accomplir en son nom une tâche quelconque, ce qui implique une délégation de nature décisionnelle à l'agent...Remarquons également que les coûts d'agence surviennent dans toute situation impliquant une coopération (telle que la corédaction de cet article) par deux ou plusieurs personnes même s'il n'y a pas de relation principal-agent bien définie".*

Flammarion

[24]Cf. Charreaux.G; (1987); La théorie positive de l'agence: une synthèse de la littérature in De nouvelles théories pour gérer l'entreprise ; Economica.

[25]Raimbourg.P; (1989) ; Asymétrie d'information, Théorie de l'Agence et gestion de l'entreprise; p180 ; in Encyclopédie de Gestion, sous la direction de Joffre.P et Y.Simon, Economica.

[26]Jensen,M.C et W.H.Meckling ; (1976), "Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", Journal of Financial Economics ,Vol 3,p 308.

La théorie de l'agence suppose que les individus agissent de façon à maximiser leur fonction d'utilité. Ceci suppose que l'agent ou le principal peut faire preuve d'un comportement opportuniste lors de la relation d'agence. Chacun va tenter de profiter de sa situation particulière ou des failles du contrat résultant des problèmes d'incertitudes environnementales ou des problèmes liés à la non-observabilité des comportements des autres parties au contrat. Si on se réfère à l'entreprise managériale dans laquelle la propriété et le contrôle sont séparés, les dirigeants qui ne sont pas propriétaires de la firme mais simplement salariés de celle-ci n'ont aucune raison d'avoir les mêmes objectifs que leurs mandants. Ils peuvent donc être tentés de détourner une partie de la richesse des propriétaires pour satisfaire leurs intérêts[27].

Baumol[28] (1959), Marris[29] (1964), Williamson[30] (1964), supposent que les actionnaires désirent maximiser leur richesse alors que les dirigeants désirent maximiser une fonction d'utilité qui comprend leur rémunération, leur pouvoir, leur sécurité d'emploi, leur statut... La théorie de l'agence et les théories managériales supposent que la satisfaction des objectifs des actionnaires implique la maximisation de la performance de la firme (Fama[31] (1980)), alors que la satisfaction des objectifs des dirigeants implique la maximisation de la taille de l'entreprise. Les composantes de la fonction d'utilité des dirigeants (rémunération, pouvoir...) sont supposées corrélées avec les ressources contrôlées par ces derniers. Marris (1964)[32], Amihud et Lev[33] (1981) et Aoki[34] (1984) pensent que les dirigeants vont tenter de faire croître la firme par une diversification excessive de

[27]Berle et Means (1932) op cité ainsi que l'abondante littérature sur ce sujet en particulier Jensen et Meckling (1976).

[28]Baumol.W.J ;(1959) ; Business Behavior, Value and Growth ; New York ; Macmillan.

[29]Marris.R (1964) ; The Economic Theory of 'Managerial' Capitalism ; London ; Macmillan.

[30]Williamson.O.E ; (1964) ; The Economics of Discretionary Behavior: Managerial Objectives in a Theory of the Firm ; Englewood Cliffs ; N.J.Prentice Hall.

[31]Fama.E.F ; (1980) ; Agency problems and the theory of the firm ; Journal of Political Economy; Vol 88 ; pp 375-390.

[32]Op cité

[33]Amihud.Y et B.Lev ; (1981) ; Risk Reduction as a managerial motive for conglomerate merger; Bell Journal of Economics, Vol 12 ; pp 393-406.

ses activités allant à l'encontre de son efficacité et de la maximisation de la richesse de ses actionnaires.

La théorie de l'agence suppose également que les individus sont capables d'anticiper rationnellement et sans biais l'incidence des relations d'agence sur la valeur future de leur patrimoine[35]. Cet opportunisme supposé des individus va induire des coûts d'agence.

Les problèmes d'agence sont le résultat de la combinaison de plusieurs facteurs :

- L'incomplétude des contrats
- L'incertitude
- L'imparfaite observabilité des efforts de l'agent
- les coûts d'établissement et d'exécution des contrats

A) L'INCOMPLETUDE DES CONTRATS

Il est impossible aux mandataires de prévoir toutes les situations pouvant résulter du contrat du fait de l'incertitude de l'environnement et du manque d'information ou d'indicateurs permettant d'évaluer le comportement de l'agent. Dans ces conditions, les contrats passés entre l'agent et le principal seront incomplets, ce qui suppose qu'il est possible pour chacune des parties d'entreprendre des actions qui ne sont pas prévues dans le contrat et qui ne sont pas nécessairement illégales même si elles réduisent la richesse de l'autre partie.

Cette incomplétude favorise les comportements "déviants" des acteurs en leur laissant la possibilité d'exercer leur opportunisme lorsque certaines situations ou conjonctures non prévues dans le contrat se présentent. Les parties vont tenter de se protéger des comportements les plus nuisibles de leurs partenaires en prévoyant des clauses qui définissent plus précisément les rôles de chacun dans une conjoncture particulière. Cependant compte tenu du coût de la rédaction des

---

[34]Aoki.M ; (1984) ; The Cooperative Game Theory of the Firm ; Oxford ; Oxford University Press.
[35]G.Charreaux (1987), p 25, op cité

contrats et de l'impossibilité pour les rédacteurs de prendre en compte toutes les hypothèses concernant l'évolution de l'environnement, le contrat régissant les relations entre les parties ne traitera que de l'essentiel et garantira les intérêts minimums de chacun. Cette garantie minimum des intérêts des parties leur permet de contracter en obtenant un degré de confiance suffisant dans la relation avec les partenaires. Le contrat permet de réduire en partie seulement l'incertitude pesant sur la relation.

B) L'INCERTITUDE

Le principal (ou l'agent) est confronté à deux types d'incertitudes dans le cadre de la relation d'agence :

- l'incertitude sur les informations fournies par l'agent (ou le principal)
- l'incertitude sur le comportement de l'agent (ou du principal)

1/ L'INCERTITUDE SUR LES INFORMATIONS

Pour reprendre un exemple tiré de l'assurance, on remarque que les compagnies d'assurances font souscrire des polices d'assurance vie à leur client sans connaître parfaitement leur état de santé. L'incertitude sur les informations peut être plus ou moins importante avant la signature du contrat. L'assureur doit intégrer ce risque dans ses calculs pour en répercuter les conséquences sur les primes payées par les clients. Cette incertitude sur les informations peut être à l'origine d'une perte marginale pour l'assureur dans la mesure où l'assuré peut décéder rapidement sans avoir payé suffisamment de primes pour compenser la dépense de l'assureur.

On peut appliquer le même type de raisonnement au recrutement des dirigeants par les actionnaires. Un dirigeant nouvellement recruté peut avoir été performant dans les postes qu'il a occupés précédemment, et se croire très capable de remplir parfaitement ses nouvelles fonctions, même si celles-ci sont différentes de ses expériences antérieures (nouvelles activités, nouvel environnement...). Pourtant il

existe une incertitude sur ces aptitudes réelles à occuper ses nouvelles fonctions, ses bonnes performances passées peuvent être le fruit d'une conjoncture particulièrement favorable... Et finalement rien n'assure les actionnaires qui l'engagent qu'il soit le dirigeant dont ils ont besoin.

La deuxième forme d'incertitude porte sur le comportement de l'agent (ou du principal).

2/ L'INCERTITUDE SUR LE COMPORTEMENT DE L'AGENT OU DU PRINCIPAL (RISQUE MORAL)

Un exemple classique est donné par la relation entre un assureur et son client. Dans le contrat l'assureur promet à l'assuré une indemnisation dans l'hypothèse ou celui-ci devrait faire face à certains événements (accident de voiture, incendie...) contre le paiement de primes calculées en fonction du risque du client. Une fois le contrat signé, l'assuré ne supporte plus intégralement les conséquences de son comportement puisque l'assureur est tenu de le dédommager dans les circonstances prévues au contrat. L'assuré peut alors modifier son comportement et devenir moins prudent qu'il ne l'était avant la signature du contrat d'assurance. Il peut même avoir un comportement opportuniste et provoquer le risque qui lui permettra de recevoir indemnisation de l'assureur. Pour ce dernier, le risque de l'assuré n'est plus le même après la signature du contrat, en conséquence les primes payées par le client sont sous-évaluées, ce qui peut être à l'origine de pertes importantes.

De même il est possible que le comportement des dirigeants recrutés évolue au cours du temps. Par analogie avec l'exemple précédent on peut remarquer qu'une équipe dirigeante enracinée bénéficie en quelque sorte d'une assurance contre son licenciement. Elle va pouvoir augmenter son opportunisme lorsque son niveau d'enracinement est suffisant pour contraindre les actionnaires à accepter certaines décisions qui ne maximisent pas leur richesse. On remarque ici que l'incertitude des actionnaires sur le comportement des dirigeants est particulièrement importante, dans la mesure où le comportement de l'équipe de direction va se

modifier au cours du temps. Dans une première étape les dirigeants peuvent se montrer performants et peu opportunistes, puis lorsqu'ils bénéficient de la confiance des actionnaires et d'un contrôle moins important sur leur gestion, ils peuvent entreprendre des actions qui maximisent leur utilité au détriment de celle des partenaires de l'entreprise. Ceci implique que le comportement passé d'une équipe dirigeante peut être très différent de son comportement futur.

Il faut remarquer que le principal a également la possibilité d'être opportuniste à l'égard de l'agent. En particulier, il peut tenter d'accroître ses exigences ou de modifier le contrat après que l'agent ait réalisé un investissement spécifique en capital humain. Un capital humain spécifique augmente la dépendance de l'agent par rapport au principal, puisqu'il ne peut amortir ce capital dans une autre relation. Pour réaliser un investissement spécifique en capital humain, l'agent doit donc bénéficier de certaines garanties concernant le comportement futur du principal. En particulier il doit avoir l'assurance que le contrat continuera suffisamment longtemps pour lui permettre d'amortir l'investissement réalisé.

L'incertitude sur le comportement des autres participants au contrat n'est pas le seul obstacle à la bonne réalisation de celui-ci. En effet le comportement des acteurs n'est pas toujours observable et ce manque de transparence n'est pas sans incidence sur leur comportement.

C) L'IMPARFAITE OBSERVABILITE DES EFFORTS DE L'AGENT

Il apparaît difficile pour le principal de s'assurer que l'agent entreprend bien tout ce qui est en son pouvoir pour remplir son contrat. En effet, l'agent a une obligation de moyen et rarement une obligation de résultat. Ceci suppose qu'il est censé mettre en oeuvre tout ce qui est en son pouvoir pour atteindre les objectifs fixés par le principal. Cependant en cas d'échec le principal ne peut pas demander une compensation à l'agent pour ne pas avoir atteint les objectifs prédéfinis. En cas d'insuccès le doute existe toujours sur le comportement de

l'agent. Est-ce que les objectifs n'ont pas été atteints parce que l'agent a été négligent ou a ménagé ses efforts, ou est-ce que cet échec est dû à des causes conjoncturelles ou environnementales ?

Cette interrogation existe uniquement parce que le principal n'est pas en mesure d'observer parfaitement le comportement de l'agent et de déterminer si celui-ci a maximisé son effort pour atteindre l'objectif fixé.

Une illustration classique de ce problème, à l'origine d'une abondante littérature, peut être donnée par les performances des entreprises. Lorsque ces performances sont moyennes ou mauvaises, les actionnaires peuvent s'interroger sur le comportement des dirigeants. Les dirigeants de la firme ont ils maximisé leur effort pour gérer celle-ci, et dans ce cas, les mauvaises performances observées sont le fruit d'une conjoncture défavorable[36], ou au contraire les dirigeants ont-ils maximisé leur utilité, notamment en réduisant leur effort, et dans ce cas la médiocre rentabilité de la firme leur est entièrement imputable ? le problème peut devenir encore plus épineux en cas de bonnes performances, car les actionnaires peuvent se demander si les dirigeants ne pourraient pas faire encore mieux en augmentant leur effort.

Alchian et Demsetz (1972)[37] ont montré que ce type de problème existait également dans les productions en équipe. Pour illustrer leur propos, les auteurs prennent l'exemple d'une équipe de quatre déménageurs chargée de déplacer un piano. Le chef d'équipe est incapable de déterminer si chacun des membres de l'équipe fournit un quart de l'effort ou si la contribution de chacun est différente de celle des autres (problème de free rider). Comme le résultat global ne permet pas de déterminer la productivité de chacun, le coordinateur ne peut déterminer si tous les membres de l'équipe contribuent équitablement à l'effort.

Le même type d'analyse peut être appliqué à la gestion d'une entreprise. Les profits

---

[36]Il faut remarquer que le problème de la compétence des dirigeants n'est pas posé. En fait on suppose qu'ils disposent tous des mêmes compétences mais que la différence d'efficacité provient de la différence d'effort fournie.

[37]Alchian.A.A et H.Demsetz ; (1972) ; Production, information costs, and economic organization ;

de la firme sont le résultat des efforts de tous les salariés de l'entreprise, et il est impossible aux actionnaires de déterminer la contribution marginale de l'équipe dirigeante.

Un dernier obstacle vient perturber la bonne réalisation des contrats, il s'agit du coût de leur rédaction et de leur réalisation.

D) LES COUTS D'ETABLISSEMENT ET D'EXECUTION DES CONTRATS

Compte tenu de ce qui précède, il apparaît évident que les coûts liés à l'établissement des contrats seront d'autant plus élevés que le comportement des agents sera imprévisible et l'environnement incertain. La rédaction du contrat peut s'avérer extrêmement complexe et nécessiter beaucoup de temps ainsi que l'utilisation d'experts susceptibles de connaître l'évolution de l'environnement et les comportements des acteurs dans certaines situations. Ces différents éléments vont augmenter le coût de rédaction du contrat, en retenant cependant qu'aucun contrat n'est complet, ce qui suppose que des situations non prévues par les experts qui l'ont rédigé peuvent surgir. L'exécution de ces contrats peut également impliquer des coûts liés notamment au contrôle et au mode d'incitation mis en place par le principal pour s'assurer que l'agent remplit bien ses engagements.

L'existence ou l'éventualité de conflits entre le principal et l'agent va générer des coûts d'agence. La théorie de l'agence a pour objectif de réduire ces coûts en alignant les intérêts des acteurs.

E) LES COUTS D'AGENCE

Les coûts d'agence sont des éléments importants puisqu'ils peuvent permettre

American Economic Review ; vol 62 ; pp 777-795.

d'expliquer le comportement des individus en particulier lorsqu'il est fait référence à la maximisation de l'utilité des parties au contrat.

Trois types de coûts peuvent résulter des situations d'agence :

- **Les coûts de surveillance ou de contrôle**

Ces coûts sont supportés par le principal pour tenter de limiter le comportement opportuniste de l'agent. Ces coûts comprennent les coûts de mise en place de systèmes de surveillance (Audit interne ou externe...) mais également les coûts afférents à la mise en place de systèmes de motivation (rémunération...) permettant d'inciter les agents à agir conformément à l'intérêt du principal.

- **Les coûts d'obligation ou de dédouanement**

Ces coûts sont supportés par les agents pour rassurer leur principal et lui prouver qu'ils agissent conformément à son intérêt. Ces coûts de dédouanement peuvent prendre diverses formes telles que la publication d'informations par l'agent ou la soumission volontaire à des contrôles.

- **Les coûts d'opportunité ou perte résiduelle**

Les coûts d'opportunité résultent selon Jensen et Meckling (1976), de la perte d'utilité subie par le principal suite à la divergence d'intérêt avec l'agent. Cependant la perte résiduelle ne concerne pas uniquement le principal, l'agent peut très bien avoir à supporter de tels coûts[38]. Un exemple de ces coûts résiduels peut être donné par l'investissement sous-optimal entrepris par les dirigeants du fait de la relation d'agence.

Il ressort de l'analyse précédente que l'information du principal et de l'agent est un élément essentiel de la relation d'agence. En particulier, il est possible à chacun des acteurs d'accroître son pouvoir sur l'autre en augmentant l'asymétrie d'information.

[38]Charreaux.G (1987) ; p 26.

F) LE ROLE CENTRAL DE L'ASYMETRIE D'INFORMATION

L'asymétrie d'information est l'un des concepts essentiels de la théorie de l'agence. Ce concept va également occuper une place centrale dans les stratégies d'enracinement des dirigeants. En effet l'information est un outil stratégique pour les acteurs dans leurs relations. L'information peut être une source de contrôle, une source de pouvoir, et donc une source de valorisation d'une catégorie d'acteurs par rapport aux autres. Dans cette perspective, il est logique que les stratégies d'enracinement des dirigeants fassent intervenir l'information comme un moyen privilégié pour augmenter leur pouvoir auprès des actionnaires (Stiglitz et Edlin (1992), Morck, Shleifer et Vishny (1990)...).

1/ DEFINITION DE L'ASYMETRIE D'INFORMATION[39]

L'asymétrie d'information nait de la différence d'accès à l'information des parties impliquées dans une relation d'échange. Chaque partie dispose en effet d'informations privilégiées que les autres personnes impliquées dans la relation ne possèdent pas. Il faut noter qu'un écart dans les coûts d'accès à l'information peut également générer une asymétrie importante.

Cette différence d'accès à l'information va modeler le pouvoir de négociation d'un acteur sur les autres, et déterminer en fait sa liberté d'action ainsi que les avantages qu'il peut retirer dans la relation d'agence. Il est intéressant de s'intéresser aux caractéristiques de l'information, car d'une part, ces caractéristiques peuvent être en partie manipulées par les acteurs, d'autre part elles déterminent la nature des acteurs susceptibles de les utiliser ou de les valoriser à travers leur processus de décision.

[39] L'article de référence sur les problèmes d'asymétrie de l'information est celui d'Akerlof.G ; (1970) ; "The Market for Lemons: Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism" ; Quarterly Journal of Economics, vol 84, pp 488-500 .

2/ LES QUALITES DE L' INFORMATION

L'information dispose de différentes qualités qui peuvent la rendre plus ou moins exploitable. En effet, il est tout à fait possible qu'un acteur dispose d'une information sans toutefois être en mesure de l'utiliser compte tenu de sa spécificité, de sa technicité ou de l'incertitude sur sa fiabilité.

(a) LA SPECIFICITE DE L'INFORMATION

L'information peut être spécifique dans la mesure où elle nécessite des connaissances particulières pour être interprétée. Ces connaissances peuvent correspondre à un savoir technique (connaissance de l'ingénieur) ou à la disposition d'informations particulières sur l'environnement, les autres acteurs impliqués, ...
Plus l'information est spécifique moins elle peut être diffusée, ou du moins assimilée et interprétée par un nombre important d'acteurs. Cette spécificité de l'information augmente considérablement la difficulté du contrôle et vraisemblablement le coût de celui-ci pour les autres agents.

L'achat de matériel informatique par un particulier correspond à ce cas de figure. Les arguments techniques du vendeur sur le produit peuvent convaincre un acheteur novice que le matériel qu'il désire acheter est plus fiable et plus performant qu'un autre, alors qu'en fait les recommandations du vendeur peuvent être motivées par la différence de marge entre les différents produits.

De même, l'argumentation d'une équipe dirigeante auprès de son conseil d'administration concernant l'acquisition d'une autre entreprise peut faire ressortir l'intérêt des synergies dégagées par l'opération et les conséquences positives sur la richesse des actionnaires. Le conseil d'administration qui ne dispose pas toujours de l'information suffisante[40] pour évaluer le projet, peut se laisser séduire par la

[40]Cf. Morck, Shleifer et Vishny (1989) et Shleifer et Vishny (1989).

proposition des dirigeants alors que ces derniers peuvent être uniquement motivés par l'accroissement des ressources sous leur contrôle, ou l'augmentation de leur pouvoir suite à un investissement qui contribue à augmenter leur valeur auprès des actionnaires.

(b) LA COMPLEXITE DE L'INFORMATION

Une deuxième caractéristique importante de l'information concerne sa complexité. En effet une information peut être disponible, et exploitable par de nombreux acteurs mais sa présentation peut être suffisamment complexe pour en interdire un accès immédiat à la majorité d'entre eux. Seuls, ceux qui auront investi suffisamment de leur temps ou de leurs ressources seront en mesure de l'utiliser.

Cette complexité de l'information peut prendre différentes formes :

- elle peut, bien entendu, être dissimulée à l'intérieur d'autres informations, dans ce cas le coût de recherche peut être élevé pour celui qui désire un accès à cette connaissance ;
- elle peut également être communiquée sous une forme peu explicite ou nécessitant des retraitements importants (exemple de certaines informations comptables concernant les résultats des entreprises[41]).

Les acteurs ont la possibilité d'influencer la complexité de l'information par leurs actions. Ainsi les dirigeants d'une entreprise peuvent réaliser des opérations de diversification des activités de l'entreprise qu'ils dirigent pour accroître la complexité des systèmes informationnels et réduire ainsi le contrôle du conseil d'administration ou des actionnaires sur leur gestion.

Il leur est également possible de changer les méthodes comptables utilisées afin de rendre l'information moins transparente. Certes, de telles manipulations doivent

[41]Cf. les comptes des sociétés suisses, dont les rubriques sont fortement agrégées et peu explicites dans la mesure où il existe une grande liberté d'affectation des opérations dans les comptes. L'utilisation de provisions étant particulièrement libre, il est impossible de déterminer la rentabilité

être précisées et justifiées en annexe, cependant elles n'en rendent pas moins l'information plus complexe à appréhender dans la mesure où celle-ci doit être retraitée par des personnes disposant de la formation nécessaire.

Cependant la qualité essentielle d'une information réside bien entendu dans sa fiabilité.

(c) LA FIABILITE DE L'INFORMATION

L'information sera exploitable par les acteurs lorsque ces derniers la jugeront suffisamment fiable pour la faire intervenir dans leurs processus de décision. La prise en compte de l'information dans le processus de décision n'intervient que lorsque le degré d'incertitude de celle-ci paraît suffisamment faible aux acteurs qui l'utilisent. Ceci suppose que tous les acteurs peuvent utiliser une information de façon très différente suivant le degré d'incertitude qu'ils acceptent concernant l'information qu'ils traitent. De plus la perception de l'incertitude de l'information par un acteur économique peut dépendre de l'expérience dont il dispose dans le traitement de certains types d'informations. Ainsi, une information peut être perçue comme peu fiable par un groupe d'acteurs alors que pour un autre groupe cette même information pourra être considérée comme très fiable compte tenu par exemple de la connaissance par ce dernier groupe de la source de l'information.

3/ UTILISATION DE L'INFORMATION DANS LE CONTROLE DES ACTIONS DE L'AGENT

L'information est un élément essentiel du contrôle que les acteurs vont exercer les uns sur les autres.

Notons que ce contrôle est souvent réciproque, ainsi dans une relation entre acheteur et vendeur, chacun des participants à la relation attend de l'autre un

---

de l'entreprise à partir de son compte de résultat.

certain nombre de prestations dont certaines peuvent intervenir de façon différée dans le temps (qualité du produit, garantie de celui-ci et service après-vente pour l'acheteur, qualité de l'acheteur pour l'obtention de remises, solvabilité du client en cas de paiement différé pour le vendeur). Chacune des parties souhaite disposer des informations suffisantes sur l'autre pour réduire le risque de la transaction.
L'acquisition d'information est coûteuse pour les agents, et son intérêt dépend du rapport entre son coût et l'avantage qu'elle peut procurer.

Cependant moins l'information est disponible sur la partie adverse, plus les risques sont grands de payer un prix trop élevé pour un produit de qualité médiocre ou d'accepter une forme de règlement qui ne soit pas sûre. Ce manque d'information sera à l'origine d'une perte de contrôle des parties sur la transaction. Cette perte de contrôle peut inciter les acteurs à ne pas entrer dans la relation pour éviter de supporter un risque pour lequel ils estiment que la rémunération est insuffisante.

Cet exemple simple illustre parfaitement le rôle de l'information dans le contrôle exercé par les acteurs dans une relation d'agence. En fait l'information est à la fois l'objet du contrôle et la ressource permettant d'exercer celui-ci. Ceci implique que sans information, il est impossible aux acteurs de contrôler les actions des autres parties impliquées.

Par conséquent un agent qui cherche à tirer partie d'une relation d'agence au détriment de son principal (ou réciproquement) devra augmenter l'asymétrie d'information à son bénéfice pour diminuer les contrôles pouvant être exercés par ce dernier sur ses prestations.

4/ UTILISATION DE L'INFORMATION COMME SOURCE DE POUVOIR

Nous avons vu précédemment que l'utilisation de l'information pouvait nécessiter des compétences particulières. Dans la mesure où l'information intervient directement dans les processus de décision des acteurs et où la perception de sa

fiabilité peut être déterminante, il paraît logique que les acteurs disposant des plus fortes capacités à accéder, à évaluer et à traiter l'information disposent de plus de pouvoir sur les autres acteurs. Le contrôle de l'information implique le contrôle des processus de décision. Si un acteur est à l'origine de l'information pour les autres parties impliquées dans la relation, le contrôle de l'information suppose indirectement le contrôle des processus de décision des autres partenaires. Ce contrôle se traduira incontestablement par une augmentation de son pouvoir sur les autres puisqu'il détient une ressource rare dont ils ont besoin pour agir.

5/ UTILISATION DE L'INFORMATION COMME INSTRUMENT DE VALORISATION

"*La valeur de l'information est directement liée à ce que pourrait rapporter sa connaissance. A l'inverse pour un décideur placé dans une situation de risque ou d'incertitude, la valeur de l'information peut être assimilée au manque à gagner qu'il subit en ne connaissant pas l'information (par rapport à une situation de certitude où on pourrait éviter de prendre de mauvaises décisions)*"[42].

Pour illustrer la valeur de l'information, Marmuse.C (1992)[43], donne l'exemple de la prime d'assurance qui peut être considérée par celui qui la paye comme la valeur d'une information certaine : la garantie qu'il n'aura pas à subir les conséquences d'un sinistre, dans les limites des conditions du contrat, dans le cas où un événement défavorable se produirait.

L'information étant une source de pouvoir, elle constitue également un instrument important de valorisation des acteurs dans un processus d'échange. En effet un accès à l'information pertinente (c'est-à-dire fiable et exploitable dans un processus de décision) constitue une source de valeur pour ceux qui l'exploitent. Ainsi les dirigeants d'entreprises capables de décrypter l'information économique,

---

[42]Marmuse.C ; (1992) ; Politique générale, Langage, Intelligence, Modèle et Choix Stratégiques; Economica Gestion ; p 411.
[43]Op cité ; p 411.

politique... et de la mettre en relation avec d'autres informations spécifiques à la firme qu'ils dirigent pour aboutir à des décisions stratégiques pertinentes sont valorisés par leurs actionnaires dans la mesure où ils disposent de capacités particulières et de sources d'informations privilégiées, leur permettant d'augmenter la valeur de la firme.

Puisque l'information pertinente permet la mise en oeuvre d'actions valorisantes, les personnes disposant de cette information bénéficient d'une ressource rare susceptible de se monnayer sur un marché particulier (le marché de l'emploi, dans l'exemple des dirigeants d'entreprise).

La notion de ressource rare, source de pouvoir et outil de valorisation auprès des autres acteurs pour ceux qui la possèdent nous conduit à étudier d'une façon plus large les éléments pouvant correspondre à cette définition dans le cadre de la relation entre actionnaires et dirigeants.
Les investissements spécifiques des dirigeants de Shleifer et Vishny et Morck, Shleifer et Vishny correspondent à cette définition.

II. LES INVESTISSEMENTS SPECIFIQUES : PRESENTATION ET UTILISATION DANS LES STRATEGIES D'ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS

Les actifs spécifiques définis par Williamson[44] peuvent correspondre à des ressources rares. Ces actifs peuvent avoir une grande influence dans les relations entre les acteurs. Shleifer et Vishny et Morck, Shleifer et Vishny supposent que les stratégies d'enracinement des dirigeants peuvent être réalisées grâce à des investissements dans des actifs complémentaires de leurs savoir-faire ou de leur capital humain.

[44]Williamson.O.E ; (1985) ; The Economic Institutions of Capitalism ; The Free Press ; Macmillan Inc. ; New York. Il existe une traduction française de cet ouvrage, Les Institutions de l'Economie ; InterEditions.

Nous allons reprendre la définition des actifs spécifiques donnée par Williamson ainsi que les principales implications qui en découlent concernant le comportement des acteurs et la modification des relations de pouvoir. Cependant avant d'introduire ces éléments il nous faut rappeler brièvement les principales caractéristiques de la théorie des coûts de transaction.

A) LA THEORIE DES COUTS DE TRANSACTION: UN RAPPEL

Le problème des coûts de transaction a été posé par Coase[45] en 1937. Les coûts de transaction expliquent la décision d'internaliser ou non certaines transactions ou au contraire d'avoir recours au marché.[46] Williamson en s'inspirant des travaux de Chandler (1962[47] et 1977[48]) et de Barnard (1938[49]) va reprendre cette idée fondamentale pour s'intéresser au mode d'organisation des relations entre les acteurs. En particulier la forme organisationnelle prise par la relation (hiérarchique, marché ou mixte) peut être expliquée par les coûts de transaction.

Les coûts de transaction ont différentes origines :

- les coûts de recherche et de négociation
- les coûts de la structure qui contrôle le déroulement du contrat,
- les coûts liés à une mauvaise adaptation du contrat ainsi que les coûts de sa renégociation éventuelle.
- Les coûts d'opportunité que représente l'immobilisation de certains actifs

[45]Coase.R.H ; (1937) ; The Nature Of The Firm ; Economica, New Series, IV ; pp 386-405.

[46]Williamson.O.E ; (1988) ; "Corporate Finance and Corporate Governance" ; The Journal of Finance ; vol XLIII, N°3 ; pp 567-591.

[47]Chandler.A.D ; (1962) ; Strategy and Structure ; Cambridge ; Mas. ; MIT Press.

[48]Chandler.A.D ; (1977) ; The visible hand: the managerial revolution in American business ; Cambridge ; Mas. ; Belknap Press.

[49]Barnard.C.I ; (1938) ; The function of the executive ; Cambridge ; Mas. ; Harvard University Press.

destinés à garantir le respect des clauses du contrat (caution...)[50]

L'efficacité du mode d'organisation choisi dépend des caractéristiques de la transaction, nature des actifs de production, fréquence de l'échange, spécificité des actifs...

Deux facteurs environnementaux semblent fondamentaux dans le choix d'une structure contractuelle :

- la complexité de la transaction
- l'incertitude de l'environnement.

Lorsque ces facteurs augmentent, les possibilités de comportements opportunistes des acteurs impliqués dans la relation s'accroissent, notamment lorsque la substituabilité des contractants est faible. On pose ici clairement le problème de la spécificité des acteurs[51] et des relations de pouvoir qui vont en résulter.
Cette problématique particulière est au coeur des stratégies d'enracinement des dirigeants, dans la mesure où les équipes managériales vont essayer d'augmenter la dépendance des actionnaires à leur égard en accroissant les investissements complémentaires à leur capital humain.

La définition et l'étude des caractéristiques particulières de ces investissements nous permettront de mieux appréhender leurs effets sur les relations entre les dirigeants et les différents partenaires de la firme.

B) DEFINITION ET CARACTERISTIQUES DES ACTIFS SPECIFIQUES

"*Un actif spécifique comporte des caractères originaux de telle sorte que sa valeur*

[50]Brousseau.E ; (1993) ; L'économie des contrats, technologies de l'information et coordination interentreprises, PUF.
[51]Le problème sous-jacent est celui de la confiance des partenaires, nous développerons cet aspect particulier dans la suite de notre exposé.

d'échange sur le marché s'en trouve réduite. Quatre éléments confèrent sa spécificité à un actif :

- *L'immobilité de l'implantation géographique*
- *Les attributs physiques originaux du produit*
- *Les compétences exceptionnelles du personnel*
- *L'affectation de l'actif à un usage précis*"[52]

Il faut remarquer que la rentabilité des actifs spécifiques devrait logiquement être supérieure à celle des actifs non spécifiques pour plusieurs raisons :

- ils sont rares donc peu répandus dans les entreprises, ce qui implique que celles qui les possèdent disposent de quelque chose que les autres n'ont pas et peuvent donc se différencier de leurs concurrents.

Ils sont plus risqués (du fait de leur rareté et surtout de leur complémentarité avec d'autres actifs) et doivent donc apporter une rémunération supérieure à celle des actifs non spécifiques. Dans le cas contraire, il n'y a aucune raison pour qu'un gestionnaire avisé accepte de réaliser des investissements dont le risque supplémentaire qu'il engendre n'est pas rémunéré.

Les actifs spécifiques présentent un grand intérêt dans la définition de l'organisation contractuelle, en particulier lorsque l'un des acteurs réalise un investissement spécifique dont la valeur est étroitement liée à la réalisation de la transaction avec les autres parties. Dans ce cas l'investisseur peut être contraint après la réalisation de son investissement d'accepter des clauses qui le défavorisent et qui lui seront imposées par les autres parties au contrat. Les autres contractants peuvent procéder ainsi parce que la perte engendrée par la cessation de la relation ou sa non-réalisation sera plus forte pour celui qui a réalisé l'investissement spécifique. La particularité des actifs spécifiques réside dans leur non redéployabilité, qui engendre des moins values importantes lors d'une revente sur le marché d'occasion ou d'une allocation de "second best". La complémentarité de l'actif spécifique crée sa valeur, mais augmente le risque de celui-ci et en

[52]Joffre.P ; L'économie des coûts de transaction ; in De nouvelles théories pour gérer l'entreprise; Economica Gestion ;1987 ; page 95.

conséquence la dépendance de ceux qui le possèdent à l'égard des acteurs disposant des qualités indispensables à sa valorisation. Dans cette perspective, les investissements spécifiques des dirigeants constituent des barrières à l'entrée (pour les dirigeants concurrents) ou à la sortie (pour les actionnaires qui ne pourront rompre le contrat qui les lie à l'équipe en place).

Porter[53] (1980) remarque que les barrières à l'entrée ou à la sortie créent des frictions qui empêchent les marchés de s'ajuster[54].
Cette caractéristique nous intéresse particulièrement, car c'est celle qui sera utilisée par les dirigeants pour s'enraciner.

C) PARTICULARITES DES STRATEGIES D'ENRACINEMENT

La particularité des stratégies d'enracinement réside dans le fait que les personnes qui décident de l'investissement sont également celles qui bénéficient des compétences exceptionnelles pour en assurer la gestion. Contrairement à l'analyse classique des investissements spécifiques, dans laquelle chaque partie au contrat décide librement d'investir ou non dans des actifs spécifiques en fonction des garanties offertes par les autres acteurs, les stratégies d'enracinement des dirigeants vont conduire ces derniers à investir dans des actifs spécifiques pour le compte de leurs actionnaires. Les actifs étant complémentaires de leur capital humain, ils sont en mesure d'accroître la dépendance des actionnaires à leur égard en augmentant le coût de leur remplacement.

Cette stratégie peut être très efficace pour plusieurs raisons :

- Les dirigeants ne supportent pas le coût de leurs investissements spécifiques, puisqu'ils investissent les fonds que leur ont confié les actionnaires.

[53]Porter. M.A ; (1980) Competitive Strategy ; New York ; Free Press. Il existe une traduction de cet ouvrage parue en 1990 "Choix Stratégique et Concurrence" ; Economica Gestion.

- les actionnaires ont peu de possibilités de s'opposer aux investissements des dirigeants[55]

- les actionnaires ne peuvent choisir librement de réaliser l'investissement en fonction des garanties offertes par les dirigeants

- les dirigeants n'ayant pas donné de garantie aux actionnaires pour limiter leur opportunisme peuvent exiger de ces derniers une augmentation de la part des rentes qu'ils dégagent. Ils ont la possibilité d'augmenter leur opportunisme après l'investissement spécifique puisque les actionnaires n'ont pu se prémunir de cela avant la réalisation de celui-ci.

Il faut noter qu'ils ne sont pas assurés que les dirigeants ne quitteront pas l'entreprise après l'investissement puisque ceux-ci ont la possibilité de démissionner. Cependant les dirigeants peuvent être incités à garder leur poste car ils bénéficieront d'un pouvoir plus fort auprès des partenaires après la réalisation de l'investissement.

- Compte tenu de ce qui précède les actionnaires vont souhaiter donner des garanties aux dirigeants concernant la continuation de leur contrat, pour s'assurer que ces derniers resteront dans l'entreprise et n'accepteront pas des propositions d'autres firmes (concurrentes par exemple) leur offrant de meilleures garanties d'emploi.

La situation des actionnaires est donc très particulière par rapport au schéma classique de Williamson, puisque les actionnaires supportent le coût de l'investissement dans les actifs spécifiques et le coût des garanties permettant la continuation de la relation avec les dirigeants.

En conclusion, les dirigeants peuvent accroître la dépendance des actionnaires à leur égard en réalisant pour le compte de ces derniers des investissements

---

[54]Cette idée sera développée quelques années plus tard par Hill et Jones (1992).

[55]Cf. Morck, Shleifer et Vishny(1990) et Shleifer et Vishny (1989)

spécifiques qui modifient les relations de pouvoir qui régissent leurs relations.

Cependant la spécificité des actifs de la firme peut présenter un certain nombre de contraintes pour les dirigeants concernant le financement des actifs et la possibilité d'accéder à de nouvelles ressources financières.

D) LE FINANCEMENT DES ACTIFS SPECIFIQUES SELON WILLIAMSON

Williamson (1988) suppose que les actifs spécifiques vont devoir être financés par des ressources particulières[56]. Il note que dans le cas d'un contrat d'endettement classique, les créanciers vont préciser au débiteur un taux d'intérêt à payer, calculé en fonction du risque de l'investissement, et l'échéancier des remboursements du capital. Si l'investissement est rentable, le débiteur (l'entreprise) remboursera le créancier (la banque) et lui paiera aux dates convenues les intérêts. En revanche, si l'investissement spécifique réalisé n'est pas profitable, les créanciers vont devoir saisir les actifs de la firme pour se rembourser.

Or la spécificité des actifs de l'entreprise va réduire leur redéployabilité.
Le nombre d'acquéreurs potentiels pour ces actifs sera donc réduit, ce qui implique que la valeur sur le marché de l'occasion de ces actifs sera faible. Elle sera d'autant plus faible qu'il est possible que les acheteurs présents sur le marché ne disposent pas des qualités nécessaires à leur exploitation optimale. Ils ne pourront en obtenir qu'une utilisation de "second best", beaucoup moins rentable. Pour le créancier de l'entreprise qui désire récupérer les fonds prêtés et non remboursés par son débiteur, ces différents éléments contribuent à augmenter son risque.

On peut déduire de ce qui précède que plus la spécificité des actifs sera élevée, plus leur valeur sur le marché de l'occasion sera faible et plus le coût du

[56]Williamson.O.E ; (1988) ; "Corporate Finance and Corporate Governance" ; The Journal of Finance ; vol XLIII, N°3 ; pp 567-591.

financement par dette sera élevé, puisque le créancier répercutera le risque supplémentaire lié à la nature des actifs sur le taux d'intérêt que le débiteur devra payer.

En revanche, les firmes ont la possibilité de financer les investissements spécifiques par l'émission d'actions, mais l'auteur suppose que la structure de gouvernement du financement par actions est beaucoup plus complexe que celle du financement par dette. En effet les actionnaires peuvent disposer selon Williamson de plus de pouvoir que les créanciers de l'entreprise pour contrôler la gestion de la firme et optimiser la rentabilité de celle-ci en contrôlant notamment les investissements avant leur réalisation[57].
L'auteur conclut que les investissements faiblement spécifiques seront financés par endettement et les investissements fortement spécifiques seront financés par fonds propres.

L'argument de Williamson nous paraît intéressant, il souligne les contraintes liées aux investissements spécifiques, et la nécessité pour les dirigeants d'arbitrer entre les différentes sources de financement. On remarque en particulier, que les dirigeants ne pourront pas avoir recours systématiquement aux émissions d'actions pour financer leurs investissements, car le coût de ce financement est supérieur à celui d'un financement par dette et les actionnaires ne bénéficieront d'aucun effet de levier pour augmenter la rentabilité de leur investissement.

III. SYNTHESE DES APPORTS THEORIQUES

La théorie des coûts de transaction et la théorie de l'agence offrent un cadre théorique intéressant pour l'étude des stratégies d'enracinement des dirigeants. Il nous semble important de faire une brève synthèse de ces deux théories et de faire ressortir les différents éléments qui peuvent contribuer à analyser les stratégies d'enracinement des dirigeants.

---

[57]Nous avons vu précédemment que cette hypothèse était largement contestée par Morck, Shleifer

Dans un article paru dans le Journal Of Finance en 1988[58], Williamson propose une comparaison entre la théorie de l'agence et la théorie des coûts de transaction. L'auteur insiste sur le fait que les deux approches ne sont pas opposées mais complémentaires.
Ils proposent deux tableaux de synthèse que nous reprenons ici. Nous mettrons en parallèle le cadre d'étude de l'enracinement.

Le premier tableau met en évidence les différences méthodologiques entre les deux théories.

Tableau 1 : Présentation des cadres théoriques de l'agence, des coûts de transaction et de l'enracinement

	TCE	**Agence**	**Enracinement**
Unité d'analyse	Transaction	Individu	Individu
Eléments explicatifs	La spécificité des actifs	?	• La spécificité des actifs et leur complémentarité au capital humain des dirigeants • l'asymétrie d'information
Coûts étudiés	Coûts de dysfonctionnement	perte résiduelle	Perte résiduelle (pour les actionnaires et les différents partenaires de l'entreprise)
Mode de contrat	"ex post governance"	ex ante alignement (des intérêts)	structure ex-ante (mesures préventives) et structure ex-post (marché de l'emploi)

et Vishny (1990) et Shleifer et Vishny (1989), mais également par Jensen (1986).

[58]Williamson.O.E (1988), Corporate Finance and Corporate Governance ; Journal Of Finance, Vol 43, vol 3, pp 567-591.

Le deuxième tableau compare les différentes approches des deux théories concernant les éléments d'étude.

Tableau 2 : Les éléments d'étude de l'agence, des coûts de transaction et de l'enracinement

Eléments d'étude	TCE	Agence	Enracinement
Firme	Structure de gouvernement	Noeud de contrats	Noeud de contrats
Agent	Rationalité limitée, Opportunisme	Risque moral	Opportunisme
Contrat	Incomplet	Incomplet	Incomplet
Risque	Neutralité	Neutralité	Neutralité
Conseil d'administration	Origine Endogène	Origine Endogène	Origine Endogène

L'approche en termes d'investissement spécifique et d'asymétrie d'information de l'enracinement permet d'intégrer les modifications des relations de pouvoir entre les dirigeants et les actionnaires. Ces relations sont centrales dans le processus d'enracinement des dirigeants et motivent leurs stratégies d'enracinement.

Cependant deux différences fondamentales séparent la théorie de l'agence ou celle des coûts de transaction de la théorie de l'enracinement, elle concerne l'efficience des marchés qui sont supposés s'ajuster rapidement à un nouvel environnement (Barney et Ouchi [59]1986). La théorie de l'agence ou celle des coûts de transaction suppose que la firme évolue dans des marchés considérés comme efficients (Fama[60] 1980 ; Fama et Jensen[61] 1983 ; Jensen[62] 1983). Mais comme le font

[59]Barney.J.B et W.G.Ouchi ; (1986) ; Organizational Economics ; San Francisco ; Jossey Bass.

[60]Fama.E.F ; (1980) ; Agency Problems and the Theory of the Firm ; Journal of Political Economy ; Vol 88 ; pp 375-390.

[61]Fama.E et M.C.Jensen (1983) ; Separation of ownership and control ; Journal of Law and Economics ; vol 26 ; pp 301-326.

[62]Jensen .M.C ; (1983) ; Organization Theory and Methodology ; Accounting Review ; Vol 50 ; pp 319-339.

remarquer Hill et Jones[63] (1992), l'efficience des marchés suppose que les agents et leur principal aient la possibilité d'entrer et de sortir librement de la relation contractuelle. Or il n'existe pas toujours d'alternative plus intéressante pour les acteurs, ce qui implique qu'ils peuvent être obligés de continuer le contrat malgré son inefficience relative. Les stratégies d'enracinement des dirigeants sont particulièrement efficaces à cet égard, puisqu'elles contribuent à diminuer les alternatives des partenaires de l'entreprise concernant le choix des équipes dirigeantes. Hill et Jones[64] (1992) suggèrent que cette inefficience relative des marchés va engendrer des différentiels de pouvoir entre les acteurs. Si le principal n'est pas en position de renvoyer ses agents en raison des coûts qu'il devra supporter, le pouvoir des agents est supérieur à celui de leur principal (enracinement). De même si les agents ne sont pas en mesure de quitter librement la relation contractuelle en raison du peu d'opportunités disponibles, le pouvoir du principal est alors supérieur au leur (ils sont prisonniers de la relation contractuelle). Ces différentiels de pouvoir vont affecter les relations contractuelles entre le principal et les agents ainsi que les structures de gouvernance qui doivent réguler leur relation[65].

Ce raisonnement nous conduit à une deuxième différence fondamentale entre la théorie de l'enracinement et celles de l'agence et des coûts de transaction, concernant le principe d'efficacité qui dans le cadre de l'enracinement n'est pas nécessairement respecté. Les stratégies d'enracinement ayant pour objectif de réduire l'efficience des marchés, les agents enracinés ne seront pas contraints par leur environnement à l'efficacité. Ils peuvent donc être relativement peu performants et ne pas disparaître du marché puisque leur efficacité est meilleure que celle des agents concurrents pour un environnement donné (et modifié).

Les tableaux précédents illustrent parfaitement l'inscription des stratégies d'enracinement dans les cadres théoriques de l'agence et des coûts de transaction.

---

[63]Hill.C.W et T.M.Jones ; (1992) ; Stakeholder-Agency Theory ; Journal of Management Studies ; Vol 29 ; N°2 ; pp 131-154.
[64]Op cité ; p 135.
[65]Hill et Jones (1992) ; Op cité ; p 135.

Cependant, comme nous allons le voir par la suite, la théorie de l'enracinement propose des explications originales de certains phénomènes, notamment des prises de contrôle.

Nous allons à présent détailler les apports de Shleifer et Vishny et Morck, Shleifer et Vishny mais également ceux de Castanias et Helfat sur les stratégies d'enracinement et tenter de faire ressortir les aspects novateurs de la théorie par rapport à la théorie de l'agence et à celle des coûts de transaction.

CHAPITRE II. L'ENRACINEMENT : UNE NOUVELLE APPROCHE DE L'OPPORTUNISME DES DIRIGEANTS

Nous venons de décrire le cadre méthodologique et les origines de la théorie de l'enracinement, nous allons faire une présentation des différentes contributions à cette théorie. Les précurseurs furent Shleifer et Vishny (1988[66] ; 1989[67]) et Morck, Shleifer et Vishny (1990[68]). Cependant les apports de Castanias et Helfat (1992) sont capitaux pour la théorie.

I. L'ANALYSE DE SHLEIFER ET VISHNY ET MORCK, SHLEIFER ET VISHNY

L'article de Shleifer et Vishny paru en 1988 dans le Journal of Economic Perspectives pose les bases d'une nouvelle approche de l'opportunisme des dirigeants. Les sujets abordés concernent les motivations des dirigeants à réaliser des prises de contrôle, l'efficacité des moyens de contrôle interne et externe, et les objectifs des dirigeants. Certes, ces questions ne sont pas nouvelles en finance d'entreprise, mais les réponses apportées différent de celles données par la théorie de l'agence.

A) UNE ETUDE DES RELATIONS ENTRE ACTIONNAIRES ET DIRIGEANTS

Shleifer et Vishny supposent que les dirigeants peuvent s'enraciner en réalisant des investissements spécifiques qui rendent leur remplacement coûteux pour les

[66]Shleifer.A et R.W.Vishny ; (1988) ; Value Maximization and The Acquisition Process ; Journal Of Economic Perspectives, vol 2 ; N°1 ; pp 7-20.

[67]Shleifer.A et R.W.Vishny ; (1989) ; Management Entrenchment: the case of manager-specific investments ; Journal of Financial Economics ; pp123-139

[68]Morck.R, Shleifer.A et R.W.Vishny ; (1990) ; Do managerial objectives drive bad acquisitions?; Journal of Finance ; N°45 ; pp 31-48.

actionnaires. En procédant à des investissements spécifiques les dirigeants peuvent réduire la probabilité d'être remplacés, obtenir des salaires plus élevés ou une plus grande liberté d'action dans la gestion de la firme et notamment dans la définition de la stratégie.

La théorie de l'enracinement se place dans le cadre de la littérature sur les relations entre actionnaires et dirigeants et étudie en particulier les conflits d'intérêts existant entre ces acteurs. Les dirigeants sont mandatés par les actionnaires pour gérer l'entreprise, cependant ils peuvent entreprendre des actions qui ne maximisent pas la richesse de ces derniers.

Il faut remarquer que l'enracinement tel qu'il est défini par Shleifer et Vishny élargit l'étude aux relations entre les dirigeants et les autres partenaires de l'entreprise, notamment en soulignant l'importance des contrats avec les "stakeholders[69]", que ces contrats soient implicites ou explicites.

B) LE SURINVESTISSEMENT DES DIRIGEANTS DANS DES ACTIFS SPECIFIQUES

L'analyse des auteurs se centre sur un problème particulier, l'investissement excessif des dirigeants dans des actifs complémentaires de leur capital humain. Puisque ces investissements rendent les dirigeants irremplaçables pour les actionnaires, ils leur permettent d'augmenter leurs propres revenus. Les auteurs définissent les investissements spécifiques des dirigeants comme complémentaires de leur capital humain.

Le niveau d'enracinement est caractérisé dans la théorie par la complémentarité entre le capital humain des dirigeants et les actifs acquis.

Les auteurs se sont inspirés des travaux de Williamson (1964[70], 1975[71]), Klein,

---

[69]Le terme "Stakeholders" fait référence aux différents partenaires de l'entreprise, tels que les salariés, les financeurs, l'Etat, les clients, les fournisseurs et également les actionnaires de l'entreprise.

[70]Williamson.O.E ; (1964), The Economics of Discretionary Behavior: Managerial Objectives in a

Crawford et Alchian(1978[72]).

Ces différents travaux soulignent la capacité d'un agent à prendre un avantage concurrentiel sur un principal qui a fait un investissement spécifique dans la relation. Une des particularités de l'enracinement réside dans le fait que les dirigeants investissent la richesse de leurs actionnaires dans des actifs spécifiques qui augmentent la dépendance de ces derniers à leur égard.

Les auteurs posent clairement le problème du surinvestissement des dirigeants. Baumol (1957[73]) suppose par exemple que les dirigeants recherchent la croissance des ventes. Dans le modèle de Shleifer et Vishny une croissance excessive de la firme dans les domaines où les dirigeants disposent de savoir-faire est un moyen efficace de s'enraciner.

Une telle croissance permet aux dirigeants en place d'augmenter les écarts de profits qu'ils dégagent par rapport à ceux dégagés par les équipes concurrentes. Plus l'écart de profit est important plus les dirigeants sont enracinés et plus ils bénéficient d'une liberté importante dans la gestion de la firme.

Une telle stratégie peut être nuisible pour les actionnaires dans car ces investissements seront réalisés même si la stratégie de maximisation de la valeur de l'entreprise consiste à distribuer les cash-flows aux propriétaires de l'entreprise, sous forme de dividendes par exemple.

Les dirigeants sont incités à investir dans des actifs qui ne maximisent pas la richesse de leurs principaux parce qu'ils ne supportent pas le coût de l'investissement. Leur décision sera influencée par les avantages qu'ils pourront retirer des actifs en termes d'avantages en nature, de rémunération, de sécurité, d'ego...Les auteurs supposent implicitement que ces différents avantages augmentent avec le montant des ressources contrôlées par les dirigeants.

Theory of the Firm ; Englewood Cliffs ; N.J, Prentice Hall.

[71]Williamson.O.E ; (1975) ; Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implication ; Free Press ; London.

[72]Klein.B, R.Crawford et A.Alchian ; (1978) ; Vertical integration, appropriable rents and the competitive contracting process ; Journal of Law and Economics ; vol 21 ; pp 297-326.

[73]Baumol.W.J ; (1959) ; Business Behavior, Value and Growth ; Macmillan ; New York.

Un attribut important de la spécificité d'un investissement est son irréversibilité. Le montant investi dans un actif spécifique ne pourra être récupéré totalement en cas de revente sur le marché de l'occasion[74] et plus la fraction du capital perdue est importante, plus l'investissement est considéré comme spécifique. Un fort degré d'irréversibilité permet aux dirigeants de bénéficier d'une plus grande sécurité et d'une forte valorisation auprès des actionnaires.

Dans le modèle de Shleifer et Vishny les investissements spécifiques entrepris par les dirigeants interfèrent de deux façons :

- ils affectent la richesse des dirigeants en tant qu'actionnaires en modifiant la valeur de la firme
- ils affectent les profits futurs liés à la gestion des dirigeants en place.

Les auteurs supposent que les différents moyens de contrôle sur la gestion de la firme sont partiellement inefficaces en raison de la complémentarité des actifs avec le capital humain des dirigeants.

C) L'INEFFICACITE DES MOYENS DE CONTROLE

Le rôle des investissements spécifiques est de rendre les mécanismes de contrôle plus coûteux à utiliser pour les actionnaires de la firme en augmentant la dépendance de l'entreprise par rapport aux dirigeants..

Shleifer et Vishny supposent que les mécanismes de contrôle tels que les conseils d'administration[75], le marché des dirigeants et les O.P.A. hostiles sont partiellement inefficaces. Il est également dans l'intérêt des dirigeants de les rendre encore moins efficaces notamment en pratiquant une politique d'investissement qui

[74]Shleifer.A et R.W.Vishny ; (1992) ; Liquidation Value and Debt Capacity: A Market Equilibrium approach ; Journal of Finance ; Vol 47; N°4; pp 1343-1366.

[75]Mace (1971) souligne que les administrateurs sont généralement nommés par les dirigeants, ce phénomène ne devrait pas faciliter leur indépendance à leur égard.

valorise plus leur capital humain que celui des équipes concurrentes. Les auteurs supposent par exemple que le conseil d'administration peut échouer dans le contrôle de l'affectation des ressources par les dirigeants car il n'est pas suffisamment informé pour évaluer efficacement les opportunités d'investissement de la firme.

Lors d'acquisitions d'entreprises par les dirigeants, les membres du conseil d'administration pourraient baser leur évaluation sur la réaction du marché à l'annonce de l'opération. Mais cela supposerait qu'ils remettent en cause le jugement de leur équipe dirigeante et qu'ils aient les moyens de le faire.

De plus il faut souligner que l'évaluation ex-post des performances de l'acquisition n'est pas toujours évidente, les rendements anormaux observés peuvent être très différents suivant la période d'étude retenue. On peut supposer qu'une telle évaluation est encore plus complexe ex-ante. Les membres du conseil d'administration peuvent ne pas être en mesure d'anticiper les synergies ou les difficultés liées à l'acquisition.

Dans ces conditions, il leur sera difficile de remettre en cause le jugement de leur équipe de direction. Shleifer et Vishny soulignent qu'il est important que le conseil d'administration perçoive la plus grande valeur de l'équipe dirigeante en place par rapport aux équipes concurrentes. Sans cette perception d'une plus grande qualité, les administrateurs peuvent douter des choix des dirigeants et exercer un plus grand contrôle ex-ante sur les investissements entrepris. On pose ici implicitement le problème de la confiance entre les actionnaires et les équipes dirigeantes.

La valeur des dirigeants pour la firme est un des éléments essentiels à prendre en compte pour l'analyse des stratégies d'enracinement. Cette valeur est étroitement liée à leur capital humain. Nous avons vu précédemment que les connaissances et aptitudes spécifiques constituaient un élément important de ce capital. Les relations informelles dont bénéficient les dirigeants contribuent également à augmenter la valeur de leur capital humain en leur permettant d'accéder à des

informations privilégiées ou de dégager des rentes managériales par l'obtention de conditions plus favorables que celles du marché.

D) LE ROLE PARTICULIER DES CONTRATS PASSES PAR LES DIRIGEANTS AVEC LES PARTENAIRES DE L'ENTREPRISE

Les dirigeants bénéficient d'une grande liberté concernant la structure des contrats de la firme avec les employés, les fournisseurs, les consommateurs... Les auteurs supposent que les dirigeants ont la possibilité d'utiliser leur position stratégique dans l'entreprise pour établir des contrats avec les différents partenaires qui vont leur permettre d'augmenter leur enracinement à l'intérieur de la firme[76].

Deux types de contrats sont utilisés :

- les contrats explicites
- les contrats implicites

1/ LES CONTRATS EXPLICITES

Les dirigeants peuvent signer des contrats parfaitement explicites qui leur permettent de s'enraciner tels que des contrats d'endettement dont les clauses sont très favorables à l'entreprise mais dans lesquels il est précisé que la totalité de la dette devra être remboursée en cas de changement d'équipe dirigeante. Les golden parachutes peuvent également constituer des contrats explicites d'enracinement, car ils peuvent être assimilés à une rémunération.

---

[76]Pfeffer (1981) remarque que la place d'un agent dans un réseau de communication détermine son pouvoir. Une place centrale à l'intérieur du réseau confère un pouvoir important, résultant directement de l'accès à l'information.
Pfeffer.J ; (1981) ; Power in organizations; Harper Business.
On pourra également consulter
Pfeffer.J ;(1982); Organizations and organization theory ; Ballinger Publishing Company.
Pfeffer.J et G.R.Salancik ; (1978) ; The External Control of Organizations : A Resource Dependence Perspectives ; New York ; Harper Row.

Cependant, Shleifer et Vishny pensent que ces contrats peuvent être limités par le conseil d'administration ou l'assemblée générale dans la mesure où ils constituent un transfert de richesse entre les actionnaires et les dirigeants.

Notons pourtant, que ces contrats explicites d'enracinement peuvent être mis en place sans que les actionnaires soient en mesure de s'y opposer. Cette possibilité existe lorsque les dirigeants sont déjà enracinés dans l'entreprise et peuvent imposer aux propriétaires de l'entreprise et aux différents partenaires des décisions qui vont à l'encontre de la maximisation de la valeur de la firme. Néanmoins, il existe d'autres types de contrats permettant aux dirigeants de s'enraciner sans rencontrer d'opposition marquée des membres du conseil d'administration, il s'agit des contrats implicites établis avec les partenaires de l'entreprise.

2/ LES CONTRATS IMPLICITES

Les contrats implicites passés par les dirigeants avec les différents partenaires de la firme sont plus difficiles à contrôler pour les membres du conseil d'administration. En effet ces contrats implicites font bien souvent intervenir la réputation des dirigeants et non la réputation de la firme. La notion de réputation que nous utilisons ici fait référence au respect des engagements pris par les dirigeants. Une conséquence directe de cette situation est la grande spécificité des contrats implicites par rapport au capital humain des dirigeants.

Ainsi les salariés de l'entreprise accepteront de passer des contrats implicites avec les dirigeants (une plus grande productivité en échange de perspectives de promotion) si ceux-ci ont la réputation de tenir leurs engagements. Pour les actionnaires ces contrats peuvent être précieux, en permettant notamment de garder les salariés de valeur dans l'entreprise ou d'attirer des cadres dynamiques assurés de pouvoir faire carrière dans l'organisation.

Cependant les actionnaires vont devoir valoriser les dirigeants par rapport à la valeur des contrats implicites qui les lient aux partenaires de la firme. Dans cette

perspective, compte tenu de leur valeur pour l'entreprise et de leur spécificité par rapport aux dirigeants, les contrats implicites permettent à ceux-ci de s'enraciner. Shleifer et Vishny supposent que les dirigeants vont chercher à garder certains contrats implicites même si ceux-ci peuvent être rendu explicites. En procédant ainsi ils attachent à leur personne les rentes associées à ces contrats.

Un bon exemple de l'influence des contrats implicites sur la valeur des dirigeants a pu être observé lorsque Steven Spielberg, dont les films sont largement bénéficiaires pour la Warner, a menacé de quitter la compagnie si son ami, Steve Ross l'actuel dirigeant quittait les studios. Cette situation explique sans doute pourquoi Steve Ross est l'un des dirigeants les mieux payés aux Etats Unis[77].

Ce type d'analyse peut expliquer pourquoi l'annonce de la mort d'un dirigeant peut entraîner une augmentation du cours de la firme alors que les actionnaires n'avaient aucun intérêt à le licencier. En effet le départ du dirigeant aurait entraîné une rupture des contrats implicites avec les partenaires et donc une perte des rentes associées pour les propriétaires de la firme. En revanche, son décès brutal peut permettre plus aisément au successeur de reprendre ses contrats implicites avec les partenaires, puisque ces derniers n'auront pas l'impression de trahir leur contrat mais au contraire de le poursuivre.

Pour honorer leurs contrats implicites ou explicites avec les partenaires de la firme, les dirigeants peuvent être incités à procéder à des investissements dont les acquisitions d'entreprises peuvent être une bonne illustration.

La réalisation de prises de contrôle présente deux avantages certains pour les dirigeants qui désirent s'enraciner :

- elles permettent de satisfaire les engagements pris envers les partenaires grâce à l'acquisition de ressources supplémentaires, et éventuellement de prendre plus d'engagements. Comme nous l'avons noté précédemment, l'augmentation du

[77]Exemple cité par Shleifer et Vishny (1989) dans "Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments".

nombre de contrats implicites permet d'augmenter l'asymétrie d'information entre les dirigeants et les actionnaires, et peut en conséquence augmenter la valeur de l'équipe de direction pour les propriétaires de la firme. L'augmentation de la valeur des dirigeants pour les actionnaires résulte à la fois des rentes associées aux contrats implicites avec les partenaires et de la valeur de l'information permettant aux dirigeants de coordonner efficacement les actions de la firme avec ses différents partenaires.

- elles permettent de trouver d'autres partenaires avec lesquels il sera possible d'établir de nouveaux contrats. L'introduction de nouveaux "stakeholders" peut être particulièrement intéressante pour les stratégies d'enracinement des dirigeants car il est possible que les partenaires et en particulier les actionnaires bénéficient d'un apprentissage concernant leur gestion. Au cours du temps, ils peuvent être capables de mieux appréhender les actions des dirigeants et de mieux les anticiper. Ils peuvent également être mieux à même d'évaluer les rentes liées aux contrats implicites existants entre les partenaires de la firme et les dirigeants. En trouvant de nouveaux "stakeholders", les dirigeants peuvent maintenir le niveau d'asymétrie d'information existant avec les actionnaires, et continuer ainsi de se valoriser en disposant d'une ressource rare : l'information.

E) LE ROLE DES ACQUISITIONS ET DES DESINVESTISSEMENTS DANS LES STRATEGIES D'ENRACINEMENT

Le rôle des acquisitions et des désinvestissements est important dans l'élaboration des stratégies d'enracinement des dirigeants. Morck, Shleifer et Vishny (1990) soulignent l'intérêt pour les dirigeants de disposer d'un portefeuille d'actifs leur permettant de se différencier de leurs concurrents sur le marché de l'emploi. Dans un deuxième temps les auteurs vont remettre en cause l'explication "classique" des prises de contrôle émise par la théorie de l'agence. Enfin, ils vont souligner l'opportunisme de certaines formes d'acquisition entreprises par les dirigeants.

1/ LA STRUCTURATION DU PORTEFEUILLE D'ACTIFS DE LA FIRME

Shleifer et Vishny pensent que les dirigeants vont chercher à structurer le portefeuille d'actifs de la firme de telle sorte que la différence entre les profits qu'ils créent et les profits de leurs concurrents potentiels sur le marché de l'emploi soit la plus importante possible.
En conséquence les dirigeants désireux de s'enraciner vont procéder à des acquisitions d'activités dans lesquelles ils bénéficient d'un avantage concurrentiel par rapport aux autres équipes présentes sur le marché du travail, et vont céder les activités pour lesquelles ils n'ont pas de compétences particulières. En procédant ainsi les dirigeants se constituent un portefeuille d'activités qu'ils peuvent gérer d'une façon plus rentable que leurs concurrents.

Cette analyse permet de faire ressortir le dilemme souligné par Castanias et Helfat et que Shleifer et Vishny n'ont pas abordé dans leur étude, à savoir qu'un tel comportement devrait engendrer une allocation optimale des ressources dont les actionnaires et les différents partenaires sont les bénéficiaires même s'ils doivent verser une partie des rentes ainsi générées aux dirigeants qui sont à l'origine de leur création.

Cependant la recherche de l'enracinement peut conduire les dirigeants à investir dans une activité qu'ils maîtrisent bien alors même que l'investissement marginal présente une valeur actualisée nette (VAN) négative.

On peut déceler un paradoxe dans l'analyse de Shleifer et Vishny dans cette affirmation. Comment les dirigeants peuvent-ils rester les meilleurs gestionnaires possibles d'une activité en réalisant des investissements à Valeur Actualisée Nette négative ? Les dirigeants concurrents peuvent réaliser une meilleure performance en réalisant un désinvestissement. Ceci n'est possible que dans la mesure où le coût actualisé du désinvestissement n'excède pas le coût des pertes engendrées par les

actifs. La réponse à la question précédente réside dans l'importance des coûts de restructuration résultant de l'irréversibilité des investissements réalisés. Si les coûts de désinvestissement sont trop élevés, ils suppriment la possibilité pour les dirigeants concurrents de désinvestir, et donc d'augmenter la rentabilité de la firme pour en prendre le contrôle.
L'asymétrie d'information apporte également un élément de réponse. Si les dirigeants en place ont développé une forte asymétrie informationnelle avec les partenaires, les équipes concurrentes ne seront pas en mesure de fournir la même rentabilité car ils ne bénéficieront pas des informations nécessaires à une gestion optimale des actifs.

Les dirigeants peuvent utiliser le portefeuille d'actifs de la firme pour se différencier des équipes concurrentes. Les auteurs pensent que les dirigeants peuvent surpayer certaines acquisitions puisqu'ils les évaluent par rapport aux avantages concurrentiels qu'ils pensent en retirer. La maximisation de la richesse des actionnaires ne constitue pas dans cette optique leur objectif prioritaire.

Ceci explique que les opérations de démantèlement réalisées après des O.P.A. hostiles permettent de dégager des plus values substantielles pour les raiders qui les initient. Les raiders peuvent vendre les différentes divisions de la cible à un excellent prix si d'autres dirigeants cherchent à acquérir les activités pour s'enraciner et acceptent en conséquence de payer un prix élevé par rapport à la valeur réelle des actifs.

2/ UNE ANALYSE DES PRISES DE CONTROLE

Les prises de contrôle ont fait l'objet de nombreuses études au cours des dernières décennies[78]. La théorie de l'agence suppose que les prises de contrôle sont un

[78]Cf. Husson.B ; (1987), la prise de contrôle d'entreprises. Paris: PUF.

Auerbach ;(1988) ; Corporate Takeovers: causes and consequences ; Chicago: University of Chicago Press.
Jensen.M.C ; (1984) ; "Takeovers: folklore and science ; Harvard Business Review ; vol 62 ; N°6 ;

moyen de discipliner les dirigeants. Les équipes dirigeantes sont en concurrence sur le marché de l'emploi pour la gestion des actifs de la firme. Les équipes les plus performantes obtiennent la direction de l'entreprise, les autres sont éliminées. Les dirigeants peuvent obtenir le contrôle des actifs de la firme en faisant une offre plus intéressante aux actionnaires.

Dans leur article de 1988, Shleifer et Vishny[79] s'interrogent sur cette justification des acquisitions. Ils proposent une alternative intéressante à cette explication des prises de contrôle, celles-ci seraient motivées par l'opportunisme des dirigeants souhaitant s'enraciner dans l'entreprise qu'ils dirigent.

3/ DES EXPLICATIONS ALTERNATIVES AUX FAIBLES PERFORMANCES DES ACQUISITIONS POUR LES ACTIONNAIRES DE L'OFFREUSE

Morck, Shleifer et Vishny[80] (1990) insistent sur le fait que les prises de contrôle sont rarement profitables aux actionnaires des entreprises acquéreuses. La moyenne des rendements des actionnaires des offreuses est au mieux légèrement positive et significativement négative dans certaines études (Bradley, Desay et Kim[81] (1988), Roll[82] (1986), Husson[83] (1987), Bhagat, Shleifer et Vishny (1990)[84])

---

pp 109-121.
Jensen.M.C et R.S.Ruback ; (1983) ; The market for corporate control: the scientific evidence ; Journal of Financial Economics, Vol 11 ; p 5-50.

[79]Shleifer.A et R.W.Vishny (1988) ; Value Maximization and the Acquisition Process ; Journal of Economic Perspectives ; Vol 2 ; N°1 ; pp 7-20.

[80]Morck.R, Shleifer.A et R.W.Vishny ; (1990) ; Do managerial objectives drive bad acquisitions?; Journal of Finance ; N°45 ; pp 31-48.

[81]Bradley.M, Desay.A et E.H.Kim ; (1988) ; Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms ; Journal Of Financial Economics ; vol 21 ; pp 3-40.

[82]Roll.R ; (1986) ;The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers ; Journal of Business ; N°59 ; pp 197-216.

[83]Husson.B ;(1987) ; La prise de contrôle d'entreprises ; PUF.

[84]Bhagat.S, Shleifer.A et R.W.Vishny (1990) ; Hostile takeovers in the 1980s: the return to corporate specialization ; Brooking papers on economic activity: Microeconomics ; pp 1-84.

Asquith, Bruner et Mullins[85] (1983) suggèrent que ces rendements négatifs des offreuses sont générés par l'émission d'actions pour le financement des acquisitions qui conduisait à rendre publiques des informations défavorables pour la firme acheteuse.

Roll[86] (1986) affirme que les dirigeants des acquéreuses surpayent les cibles parce qu'ils souffrent d'une forte arrogance ("l'hypothèse d'Hubris") et surestiment leur capacité à gérer leurs nouvelles acquisitions.

Morck, Shleifer et Vishny(1990)[87] pensent que les dirigeants des offreuses acceptent de surpayer les cibles parce que ces acquisitions servent principalement leurs objectifs et non l'intérêt de leurs actionnaires. Les auteurs suggèrent que les dirigeants évaluent les cibles par rapport aux avantages qu'ils peuvent en retirer et en tenant compte de l'impact de l'opération sur la valeur de la firme. Certains investissements peuvent permettre aux dirigeants d'assurer la croissance à long terme de la firme, tout en diversifiant le risque pesant sur leur capital humain ou en augmentant leur sécurité d'emploi[88].

Ceci implique que lorsqu'une acquisition est susceptible de procurer un bénéfice important aux dirigeants qui initient l'opération, ces derniers seront enclins à sacrifier la valeur de la firme pour la réaliser. Les actionnaires ne sont pas en mesure de s'opposer à ces investissements, car ils n'utilisent pas la réaction du marché comme seul indicateur de l'impact de l'acquisition[89].

---

[85]Asquith.P, Bruner.R.F et D.W.Mullins ; (1983) ; The gains to bidding firms from merger ; Journal of Financial Economics ; vol 11 ; pp 121-139.

[86]Op cité

[87]Morck.R, Shleifer.A et R.W.Vishny ; (1990) ; Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions ? ; JOF ; vol XLV ; N°1.

[88]Shleifer et Vishny ; (1989) ; Management Entrenchment: The Case of Manager Specific Investments.

[89]Il faut noter qu'une telle évaluation n'est pas toujours possible, l'étude des rendements anormaux peut donner des résultats très différents en fonction de la fenêtre d'évaluation retenue. Globalement l'évaluation ne pourrait donc se faire que ex-post pour les actionnaires. En conséquence la possibilité de prendre des sanctions à l'encontre des dirigeants est d'autant plus réduite qu'ils viennent de procéder à un investissement qui leur permet de s'enraciner. Autrement dit, la sanction

Cependant Mitchell et Lehn (1990)[90] observent que les firmes qui font des acquisitions peu rentables font plus souvent l'objet d'acquisitions que les autres. Ceci confirmerait l'hypothèse selon laquelle les prises de contrôle peuvent constituer un moyen de discipliner les dirigeants opportunistes.

On retrouve l'ambiguïté soulignée par Morck, Shleifer et Vishny (1990)[91] et Shleifer et Vishny[92] (1989) sur les prises de contrôle. En effet les acquisitions peuvent être à la fois la manifestation de l'opportunisme des dirigeants qui les réalisent pour maximiser leur utilité et un moyen de contrôler leur gestion.

4/ LES DIFFERENTES ACQUISITIONS OPPORTUNISTES DES DIRIGEANTS

Morck, Shleifer et Vishny[93] (1990) pensent que trois types d'acquisitions peuvent être assimilés à la poursuite d'objectifs opportunistes des dirigeants. Il s'agit des achats de croissance, des achats de rentabilité[94] et des opérations de diversification.

(a) LA DIVERSIFICATION

De nombreux auteurs supposent que les dirigeants vont entreprendre des opérations de diversification, même si ces investissements sont défavorables aux

---

aurait eu moins de conséquences négatives pour la richesse des actionnaires avant l'acquisition, mais les propriétaires de la firme ont peu de moyens de connaître la valeur du projet avant sa réalisation.

[90]Mitchell.M et K.Lehn ; (1990) ; Do Bad Bidders Become Good Targets ? Journal Of Political Economy ; vol 98 ; pp 372-398.

[91]op cité.

[92]Shleifer.A et Vishny.R.W (1989) ; Management Entrenchment: the case of manager-specific investments ; Journal of Financial Economics ; pp123-139

[93]Op cité.

[94]Les achats de rentabilité correspondent à des acquisitions d'entreprises générant des cash flows importants dont les activités sont à maturité.

actionnaires. Les motivations des dirigeants pour procéder ainsi sont variées.

Il est possible que les dirigeants ne puissent pas diversifier leur patrimoine pour réduire le risque qui pèse sur leur capital humain (Amihud et Lev[95] (1981)). Dans cette perspective, ils vont tenter de réduire le risque global de l'entreprise en diversifiant les activités de celle-ci afin de réduire le risque pesant sur leur capital humain.

Donaldson et Lorsch (1983) remarquent que les dirigeants cherchent à entrer dans de nouvelles activités ou à poursuivre l'exploitation de l'entreprise même lorsque la maximisation de la valeur de la firme conduirait à un démantèlement ou à la liquidation de celle-ci.

Shleifer et Vishny[96] (1989) pensent que les dirigeants seront incités à rentrer dans de nouvelles activités lorsque les performances de leur entreprise seront faibles et que leur emploi sera menacé. Les auteurs supposent que les dirigeants dont la firme se situe dans un secteur en déclin chercheront à investir dans des secteurs en croissance pour conserver leur emploi.

Ces différentes explications mettent à jour les motivations des dirigeants pour surpayer leurs acquisitions et réduire la richesse de leurs actionnaires.

Franks et Harris[97] (1989) ont examiné les effets de 1800 prises de contrôle réalisées en Grande-Bretagne sur la richesse des actionnaires des offreuses et des cibles pendant la période 1955-1985. Ils montrent qu'aux alentours de la date d'annonce de l'opération, les actionnaires des cibles bénéficient de rendements anormaux de 25 à 30% alors que les actionnaires de l'offreuse ne gagnent rien ou presque. Ces résultats semblent confirmer l'hypothèse selon laquelle les cibles sont

---

[95]Amihud.Y et B.Lev ; (1981) ; Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers ; Bell Journal of Economics ; Vol 12 ; pp 605-617.

[96]Op cité

[97]Franks.J.R et R.S.Harris ; (1989) ; Shareholder wealth effects of corporate takeovers: The UK experience 1955-1985 ; Journal of Financial Economics ; Vol 23 ; N°2.

surpayées par les offreuses.

Jensen[98] (1986) suggère une autre explication concernant les motivations des dirigeants à réaliser des opérations de diversification. L'auteur suppose que les entreprises disposant de Free Cash Flows importants réaliseront des acquisitions pour éviter de rembourser aux actionnaires les fonds excédentaires dont ils disposent[99].

Les free cash flows sont définis comme les fonds dont la firme dispose après le financement des opportunités d'investissement à valeur actualisée nette (VAN) positive. Dans cette hypothèse, les dirigeants préfèrent réaliser des investissements peu rentables pour éviter d'augmenter les dividendes et conserver ainsi les ressources dont ils disposent. Les acquisitions de diversification correspondent à ces catégories d'investissements. L'auteur remarque que les dirigeants sont incités à procéder ainsi pour accroître leurs prélèvements sur l'entreprise.

(b) L'ACHAT DE CROISSANCE

Baumol (1959[100]) suppose que la croissance des ventes de la firme crée des opportunités attrayantes de promotion pour les jeunes dirigeants, ce qui permettrait à la firme d'attirer les jeunes dirigeants les plus dynamiques. En achetant une firme en croissance, l'acquéreuse en phase de maturité est assurée de pouvoir fournir des promotions à ses cadres les plus performants.

Ce type d'acquisition peut augmenter la richesse des actionnaires s'il permet d'attirer dans l'entreprise des cadres dynamiques et de les conserver en leur

---

[98]Jensen.M.C ; (1986) ; Agency costs of free cash flow, Corporate finance and takeovers ; American Economic Review ; vol 76 ; N°2 ; pp 323-329.

[99]Les magistrats de la cour des comptes ont établi un rapport sur la gestion de Elf Aquitaine sous la présidence de Loïck Le Floch-Prigent. Les opérations de diversification menées au cours de ces années ont été extrêmement coûteuses. La complexité de la structure ne permettait pas un contrôle rigoureux de la gestion. L'actuel Pdg de l'entreprise, P.Jaffré, a déposé plainte une contre son prédécesseur. Cet exemple est très proche de ceux cités par Jensen (1986) sur l'utilisation des rentes pétrolières par les compagnies américaines.

assurant des perspectives de carrière intéressante. il peut aussi être nuisible pour la valeur de la firme si l'objectif des dirigeants est d'assurer une place importante à leurs protégés en remerciement de leur soutien ou de leur fidélité et sans tenir compte de leurs performances[101].

La poursuite de la croissance de la firme peut faire partie d'une stratégie visant à assurer la survie à long terme de l'entreprise comme entité indépendante (Donaldson et Lorsh (1983)). Il faut remarquer que ce dernier objectif est beaucoup plus important pour les dirigeants que pour les actionnaires, les premiers ayant peu de possibilités de diversifier leur patrimoine et leur capital humain tandis que les seconds peuvent éliminer le risque diversifiable par une composition judicieuse de leur portefeuille. Les acquisitions entreprises par les dirigeants peuvent également avoir pour objectif d'augmenter la rentabilité globale de la firme lorsque celle-ci est faible.

(c) LES ACHATS DE RENTABILITE

Les auteurs supposent que les dirigeants d'entreprise dont la rentabilité est faible seront incités à investir dans des firmes dont la rentabilité est forte pour compenser leur faible performance. Ces investissements n'enrichissent pas nécessairement les actionnaires de la firme acheteuse car ils ont la possibilité d'investir directement dans les actions de la cible.

En revanche, les dirigeants de l'entreprise acheteuse peuvent être tentés de surpayer l'acquisition pour réaliser leurs ambitions. Ce comportement peut appauvrir les actionnaires de l'offreuse et enrichir ceux de la cible. Ces résultats ont pu être observés dans plusieurs études empiriques. Ainsi Lang, Stulz et Walking[102] (1989) observent que les actionnaires des offreuses ayant des Q de Tobin élevés gagnent

---

[100]Op cité.

[101]Cf. le chapitre "Une stratégie d'enracinement surprenante : s'entourer de personnes incompétentes".

[102]Lang.L.H.P, R.M.Stulz et R.A.Walking ; (1989) ; Managerial Performance, Tobin's Q, and the

significativement plus que les actionnaires des offreuses ayant des Q de Tobin faibles. Les auteurs notent également que les actionnaires des firmes cibles ayant des Q de Tobin faibles profitent plus de l'acquisition que les actionnaires des cibles pour lesquelles les Q de Tobin sont forts.

Les différentes acquisitions décrites précédemment n'enrichissent pas les actionnaires, et Morck, Shleifer et Vishny(1990) s'interrogent sur les mécanismes de contrôle susceptibles de limiter l'opportunisme des dirigeants.

F) LES MECANISMES PERMETTANT DE S'OPPOSER A L'ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS

Les auteurs vont étudier différents mécanismes qu'ils supposent efficaces pour contrer les stratégies d'enracinement des dirigeants. Le premier est un mécanisme de contrôle exercé par le conseil d'administration sur les investissements des dirigeants. Le deuxième est un mode de rémunération permettant aux actionnaires d'aligner les intérêts des dirigeants sur les leurs en leur attribuant des actions. Il faut noter que ce dernier mécanisme s'inscrit très directement dans la théorie de l'agence.

1/ LE RATIONNEMENT DU CAPITAL

Les stratégies d'enracinement des dirigeants sont difficiles à contrôler pour les actionnaires. Cependant il est possible de mettre en place des procédures de rationnement du capital capables d'empêcher les investissements à valeur actualisée nette (VAN) négative des dirigeants. Il suffit pour cela d'interdire dans les statuts de l'entreprise la possibilité pour les dirigeants de prendre des engagements dépassant un montant fixé par les actionnaires sans les consulter

gains from successful tender offers ; Journal of Financial Economics ; Vol 23 ; N°2.

préalablement.

Cette consultation préalable du conseil d'administration obligerait les dirigeants désirant pratiquer des investissements importants pour le compte de l'entreprise à révéler plus d'informations aux organes chargés de contrôler leur gestion. Une réduction de l'asymétrie d'information est donc envisageable dans cette hypothèse. Néanmoins, rien n'empêche les dirigeants de fournir des informations erronées aux actionnaires ou, la stratégie précédente étant très risquée, d'omettre certaines informations pouvant influencer la décision du conseil d'administration concernant la réalisation des investissements.

Le problème de la compétence du conseil d'administration concernant l'évaluation des projets reste posé. Comme le soulignent, Shleifer et Vishny (1989), il n'est pas facile de déterminer ex-post si une acquisition a été surpayée de 10%. A fortiori, on peut supposer qu'il est encore plus difficile de faire ce type d'évaluation ex-ante.

De plus, cette procédure associée à un taux d'actualisation élevé peut éliminer des opportunités d'investissement rentable. On peut également penser que les dirigeants ne prendront pas le risque de présenter des projets d'investissement susceptibles d'être refusés par le conseil d'administration afin de ne pas perdre la confiance des actionnaires. Ceci peut avoir pour conséquence, une élimination systématique des projets les plus risqués par les dirigeants.

Un autre problème important déjà évoqué précédemment réside dans la confiance existant entre les actionnaires et les dirigeants. En effet, si on suppose que les dirigeants doivent avoir la confiance des actionnaires (ils sont nommés par les propriétaires de la firme et peuvent être révoqués à tout moment par eux) pour gérer l'entreprise, il leur sera difficile de maintenir cette confiance en présentant des projets qui seront refusés par le conseil d'administration. Cette désapprobation publique de l'orientation stratégique qu'ils souhaitent donner à la firme ne sera pas sans conséquence dans la poursuite des relations. De même, il sera difficile au conseil d'administration de refuser des projets sans désavouer les dirigeants qui les

présentent.

La difficulté réside alors dans le schéma de fonctionnement des dirigeants pour lesquels cette procédure de rationnement du capital peut être assimilée à un vote de confiance des actionnaires. Ce jeu politique présente alors deux situations extrêmes: confiance ou démission. Le conseil d'administration peut-il prendre le risque de voir les dirigeants de l'entreprise démissionner sans être désavoué ensuite par les actionnaires qu'ils sont censés représenter?

Bien sûr, il s'agit ici d'un scénario catastrophe, et il est tout à fait possible qu'entre les deux situations extrêmes, confiance ou démission, existent des stades intermédiaires permettant au conseil d'administration de refuser des projets d'investissement présentés par les dirigeants sans que ceux-ci se sentent obligés de démissionner. Pourtant il nous semble que la situation décrite précédemment ne relève pas totalement de la fiction, et qu'en conséquence les procédures de rationnement du capital peuvent également être inefficaces tout en donnant l'illusion de fonctionner.

Ce mode de contrôle pouvant être relativement inefficace en raison des éléments évoqués précédemment, il peut être intéressant de rechercher les moyens d'inciter les dirigeants à investir conformément à l'intérêt des actionnaires.

2/ L'ATTRIBUTION D'ACTIONS AUX DIRIGEANTS

Une possibilité fréquemment évoquée dans la théorie de l'agence, consiste à rémunérer en partie les dirigeants sous forme d'actions afin d'augmenter la part de capital de l'entreprise qu'ils détiennent. Cette participation au capital les obligerait à prendre en compte la valeur de la firme dans leur évaluation des projets d'investissement. Une diminution de la valeur des fonds propres de la firme impliquerait une diminution directe de leur richesse. Cette procédure permettrait d'aligner les intérêts des dirigeants avec ceux des actionnaires.

Mais, comme Jensen et Meckling[103] (1976) l'ont montré dans un article célèbre, les dirigeants vont procéder à des arbitrages entre les avantages qu'ils peuvent retirer de l'entreprise sous forme d'avantage en nature ou de rémunération, et le coût induit par ces prélèvements sur la valeur des actions qu'ils possèdent.
En conséquence, l'alignement de leurs intérêts avec ceux des actionnaires ne sera pas parfait, et il existera toujours des incitations à augmenter leurs prélèvements à l'intérieur de la firme pour les dirigeants qui ne sont pas propriétairse de la totalité des actions de celle-ci.

Pourtant l'augmentation de la part de capital de la firme détenue par les dirigeants peut modifier les arbitrages qu'ils pratiquent et leur fournir des incitations à gérer l'entreprise de façon plus conforme à l'intérêt des actionnaires dans la mesure où ils supportent une part plus importante du coût de leur opportunisme.

L'utilisation de ces différents moyens de contrôle ou d'incitation est utile si les dirigeants peuvent être opportunistes et réaliser des investissements qui nuisent à la richesse de leurs actionnaires. Castanias et Helfat (1992) remettent en cause cette hypothèse de Shleifer et Vishny (1988) et Morck, Shleifer et Vishny (1990).

II. LA REPONSE DE CASTANIAS ET HELFAT

L'approche de Castanias et Helfat est complémentaire de celle de Shleifer et Vishny (1989) et Morck, Shleifer et Vishny (1990), cependant leurs conclusions sur le comportement des dirigeants et les effets sur la richesse des actionnaires sont assez différentes.

A) LES RENTES MANAGERIALES

Castanias et Helfat supposent que les compétences des dirigeants sont d'une

[103]Jensen,M.C et Meckling,W.H ; (1976), "Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency

importance capitale et sont à l'origine des rentes managériales qu'ils dégagent. Ces rentes sont générées par les dirigeants grâce à leurs compétences particulières dans certains domaines. Les auteurs pensent qu'ils peuvent avoir des incitations à gérer l'entreprise dans l'intérêt des actionnaires, ce qui implique que les conflits entre actionnaires et dirigeants peuvent être moins importants que ce qui est supposé habituellement.

Castanias et Helfat s'appuient sur la théorie du capital humain de Becker[104] (1964) pour hiérarchiser les capacités managériales en fonction de leur degré de transférabilité d'une firme à une autre.

Les différentes capacités des dirigeants sont les suivantes :

- les capacités spécifiques à la firme, difficilement transférables à d'autres entreprises
- les capacités spécifiques à la branche, transférables dans la branche d'activité
- les capacités générales (marketing, gestion...) transférables à toutes les entreprises et toutes les branches.

Pour simplifier l'analyse, les auteurs supposent que les dirigeants qui disposent de compétences spécifiques à la firme disposent des compétences spécifiques à la branche et des compétences générales. De même, les dirigeants qui disposent de compétences spécifiques à la branche disposent de compétences générales en gestion.
Les dirigeants vont utiliser les capacités spécifiques dont ils disposent pour mettre en oeuvre les stratégies de l'entreprise permettant de dégager des rentes.

L'origine des rentes dégagées par les entreprises peut être classée de la façon suivante :

- les rentes issues de performances supérieures provenant de produits et services rares, de propriétés technologiques, de brevets, ou de spécificités

---

Costs and Ownership Structure", Journal of Financial Economics ,Vol 3,p 305-350.
[104]Becker.G ; (1964) ; Human Capital ; Columbia ; University Press.

technologiques ou organisationnelles difficiles à imiter.

- les rentes résultant du contrôle de ressources rares (matières premières, patentes...)

- les rentes provenant d'un pouvoir de marché (barrière à l'entrée, réputation, publicité ...)

Dans le cas de connaissances tacites (telles que les routines organisationnelles), l'imitation par les concurrents est difficile.
Cependant les rentes supérieures de la firme peuvent ne pas être seulement capitalisées dans les actifs de celle-ci. Une partie de ces rentes peut provenir de la complémentarité existant entre les actifs de la firme et les compétences particulières des dirigeants. En particulier, les capacités telles qu'elles sont classées précédemment peuvent générer des rentes lorsqu'elles sont peu répandues. Les rentes ainsi dégagées peuvent être définies comme la différence entre la valeur d'un actif pour son utilisation optimale et sa valeur pour une utilisation de second best (Monteverdee et Teece[105] (1982)).

On peut supposer logiquement que les capacités spécifiques à la firme sont plus rares que les capacités spécifiques à la branche qui sont elles mêmes plus rares que les capacités générales en gestion. Il faut noter que les rentes liées aux capacités spécifiques à la firme sont difficilement appropriables, alors que les rentes liées aux capacités spécifiques à une branche particulière peuvent être appropriables par les entreprises du secteur. La valeur de la capacité des dirigeants est contingente à la spécificité de celle-ci. En effet une capacité spécifique à la firme n'a pas de valeur hors de celle-ci. De même, une capacité spécifique à une branche particulière a peu de valeur dans une autre branche.

Le problème des dirigeants est donc le suivant :

---

[105]Monteverdee.K et D.Teece ; (1982) ; Supplier switching costs and vertical integration in the automobile industry ; Bell Journal of Economics ; Vol 13 ; pp 206-213.

ils doivent procéder à des investissements spécifiques en termes de capital humain qui leur permettent de dégager des rentes pour l'entreprise mais qui augmentent leur dépendance à l'égard de celle-ci (et donc des actionnaires).

Pour procéder à ces investissements, et compte tenu du coût qu'un tel investissement peut avoir pour eux en termes de pouvoir, les dirigeants doivent être assurés de recevoir une partie des rentes dont ils sont à l'origine sous forme de salaire, de bonus, ou de stock-options[106].

Ils doivent également être assurés que les rentes qu'ils créent ne seront pas dérobées par les concurrents. En conséquence, ils vont mettre en place des procédures capables de protéger ces rentes. Les connaissances spécifiques à la firme sont l'un des mécanismes de protection les plus efficaces, dans la mesure où elles dissuadent les dirigeants qui ne les possèdent pas d'acquérir les actifs de la firme dont la complémentarité avec le capital humain des dirigeants en place est forte.

Il est possible que les dirigeants ayant procédé à des investissements en capital très idiosyncratiques (spécifiques à la firme et dans une moindre mesure, spécifiques à la branche) cherchent à protéger leurs investissements en mettant en place des mesures contre les prises de contrôle hostiles.

Ils peuvent, par exemple, exiger des "parachutes dorés" destinés à les dédommager de la perte de valeur de leur capital humain en cas de prise de contrôle. Castanias et Helfat suggèrent que ces mesures ne sont pas nécessairement néfastes à la richesse des actionnaires puisqu'elles permettent de fournir les garanties suffisantes aux dirigeants pour les inciter à procéder à des investissements spécifiques en capital humain, leur permettant ainsi de créer des rentes dont les partenaires de l'entreprise sont indirectement bénéficiaires.

En conséquence, une rémunération plus élevée et une sécurité plus grande doivent permettre aux dirigeants de développer des capacités spécifiques à la firme ou à la

[106]L'idée développée ici est que les surplus de rémunération perçus par les dirigeants enracinés sont la contrepartie directe des rentes qu'ils génèrent, en conséquence ces surplus ne sont pas le reflet de leur opportunisme mais un juste retour des investissements en capital humain qu'ils ont réalisés.

branche, créatrices de rentes, en leur assurant une rétribution adaptée (et notamment la possibilité de s'approprier une partie des rentes dont ils sont à l'origine) et la possibilité d'amortir leur capital humain sur longue période. Ces mesures permettent de limiter le sous-investissement en capital humain des dirigeants lorsqu'ils ne sont pas assurés de pouvoir l'amortir suffisamment.

D'autres formes de rentes sont étudiées par les auteurs, afin de montrer que les dirigeants peuvent être contraints d'avoir une gestion dans l'intérêt des actionnaires pour se protéger des raiders, il s'agit des rentes providentielles.

B) LES RENTES PROVIDENTIELLES

Castanias et Helfat s'intéressent aux rentes providentielles dont certaines entreprises peuvent bénéficier (secteur aérien, pétrolier...). Les auteurs supposent que le marché des prises de contrôle fonctionne, et que les raiders peuvent chercher à s'approprier ces rentes dans la mesure où contrairement aux rentes managériales générées par les capacités particulières des dirigeants, ces rentes ne nécessitent pas de compétences particulières, puisqu'elles résultent d'une conjoncture économique favorable (augmentation du prix du pétrole entre les années 1970 et 1980, déréglementation aérienne...).
Leur appropriation est donc aisée, aucune dévalorisation ne résultant du changement d'équipe, les dirigeants à la tête d'entreprises bénéficiant de rentes providentielles peuvent donc être particulièrement menacés par les prises de contrôle hostiles des raiders motivés par l'appropriation de ces rentes.

Une solution permettant d'éviter ces prises de contrôle hostiles consiste à distribuer les rentes providentielles aux actionnaires lorsqu'il n'existe pas d'opportunités d'investissements rentables.
En procédant ainsi, les dirigeants en place dissuadent les raiders de tenter d'acquérir l'entreprise en maximisant la valeur de celle-ci et en conséquence la richesse des actionnaires.

Castanias et Helfat considèrent que le marché des prises de contrôle peut donc permettre de sanctionner les dirigeants inefficients et inciter les autres à gérer l'entreprise conformément à l'intérêt des propriétaires de celle-ci lorsqu'ils bénéficient de rentes providentielles.

Cependant les auteurs reconnaissent que les raiders motivés par la recherche de rentes peuvent ne pas faire la différence entre les rentes providentielles et les rentes accumulées par les dirigeants grâce à leur capital humain et en particulier à leurs compétences spécifiques à la firme ou à la branche. En conséquence, il est possible que des acquisitions, dont l'objectif des firmes initiatrices est l'appropriation de rentes, aient des conséquences néfastes pour la richesse des actionnaires dans la mesure où la perte des dirigeants, dont la complémentarité du capital humain avec les actifs de la firme est à l'origine des rentes, entraîne une diminution de la valeur de la firme.

C) CONCLUSION : L'ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS PEUT PROFITER AUX ACTIONNAIRES

Le tableau suivant[107] résume les conclusions de Castanias et Helfat sur le rôle des rentes. La distinction entre rentes managériales et rentes providentielles est importante, les auteurs soulignent que contrairement aux hypothèses de Jensen[108] (1986) concernant l'utilisation des Free Cash Flows par les dirigeants, ces derniers peuvent être incités à redistribuer ces rentes aux actionnaires pour éviter les prises de contrôle organisées par les raiders.

[107]Castanias et Helfat(1992) ; op cité, p 169.

[108]Jensen.M.C ; (1986) ; Agency Costs of Free Cash Flows, Corporate Finance and Takeovers ; American Economic Review ; vol 76 ; N°2 ; pp 323-329.

Tableau 3 : L'analyse des différents types de rentes selon Castanias et Helfat

	TYPE DE RENTE	
TYPE DE CHERCHEURS DE RENTE	**RENTES ACCUMULEES PAR LES DIRIGEANTS**	**RENTES PROVIDENTIELLES**
DIRIGEANTS EN PLACE	Augmentation de l'efficience	1. Redistribution des rentes des actionnaires vers les dirigeants (probabilité de prise de contrôle) 2. Réinvestissement dans la firme - Si des Free Cash Flows existent, les réinvestissements diminuent l'efficience.
OUTSIDERS (RAIDERS OU DIRIGEANTS D'AUTRES FIRMES)	• Redistribution des rentes des dirigeants en place vers les outsiders et les actionnaires de la firme cible. • Réduction de l'efficience	Redistribution des rentes • des dirigeants en place vers les outsiders et les actionnaires de la firme cible. • augmentation de l'efficience ou neutralité en termes d'efficience.

Castanias et Helfat concluent donc que :

- les dirigeants entreprennent des projets générant des rentes qui leur profitent mais qui peuvent également être rentables pour les actionnaires de l'entreprise.
- les dirigeants agissent de façon non opportuniste pour conserver la rémunération qu'ils perçoivent sur les rentes générées par leurs capacités spécifiques.
- les comportements précédents engendrent donc un alignement des intérêts entre les actionnaires et les dirigeants.

- dans la mesure où les raiders peuvent chercher à s'approprier les rentes (managériales ou providentielles), les dirigeants efficients peuvent être incités à mettre en place des mesures de protection contre les prises de contrôle hostiles ainsi que des parachutes dorés afin de garantir le paiement des rentes générées par leurs capacités managériales et donc l'amortissement de leurs investissements en termes de capital humain.
- Les dirigeants peuvent investir comme ils l'entendent dès lors qu'ils assurent aux actionnaires une rentabilité minimum ajustée au risque encouru. Cette dernière remarque nous semble fondamentale pour la compréhension des stratégies d'enracinement des dirigeants, car elle fait apparaître ces stratégies comme une maximisation de l'utilité des dirigeants (un accroissement de leur pouvoir sur les actionnaires et les différents partenaires de la firme) sous contrainte (une rentabilité minimum adaptée au risque). Dans cette perspective, les dirigeants bénéficieraient d'une grande latitude pour mener leur stratégie d'enracinement. Leur espace discrétionnaire sera d'autant plus important que l'écart par rapport à la rentabilité requise par les actionnaires est élevé.

Il nous paraît à présent nécessaire de confronter les apports des différents auteurs pour mieux appréhender la théorie de l'enracinement.

III. COMMENTAIRES SUR LES APPORTS DE SHLEIFER ET VISHNY, MORCK, SHLEIFER ET VISHNY ET CASTANIAS ET HELFAT

Les apports de Castanias et Helfat à l'analyse de Shleifer et Vishny et Morck, Shleifer et Vishny sont considérables. D'une part ils fournissent une approche beaucoup plus précise des compétences particulières des dirigeants leur permettant de s'enraciner dans l'entreprise qu'ils dirigent. D'autre part, ils fournissent des explications alternatives à certains comportements des dirigeants décrits par Shleifer et Vishny et Morck, Shleifer et Vishny comme nuisibles aux actionnaires.

A) TABLEAU COMPARATIF DES CONCLUSIONS DE

SHLEIFER ET VISHNY, MORCK, SHLEIFER ET VISHNY ET CASTANIAS ET HELFAT

Il nous semble qu'un tableau de synthèse permettant de faire ressortir les différences entre les deux analyses permettra de clarifier les apports des différents auteurs, et facilitera la compréhension du sujet complexe qu'est l'enracinement.

Tableau 4 : Tableau de synthèse des analyses de Shleifer et Vishny, Morck, Shleifer et Vishny et Castanias et Helfat .

Eléments de l'étude	Shleifer et Vishny et Morck, Shleifer et Vishny	Castanias et Helfat
Connaissances spécifiques des dirigeants	Source d'enracinement pour les dirigeants (augmentation de la dépendance des actionnaires)	Source de rentes pour les dirigeants, la firme et les actionnaires
Acquisitions d'entreprises	Motivées par les stratégies d'enracinement des dirigeants	Motivées par les comportements de recherche de rentes des raiders
Marché des prises de contrôle	Peu efficace en raison de l'enracinement des dirigeants qui le limite	Efficace, car il contraint les dirigeants à distribuer les rentes lorsqu'ils n'ont pas d'opportunité d' investissement rentable
Augmentation de rémunération	Résultat du comportement opportuniste des dirigeants	Légitime rémunération des dirigeants générant des rentes grâce à leurs compétences managériales
Mesures de protection contre les prises de contrôle	Néfastes pour les actionnaires, réduisent la concurrence des dirigeants sur le marché de l'emploi et augmentent en conséquence l'enracinement de l'équipe en place.	Incitent les dirigeants à investir dans des compétences rares pour générer des rentes en leur permettant de se protéger des raiders motivés par l'appropriation des rentes
Parachutes dorés	Diminuent la richesse des actionnaires et reflète les abus de pouvoir, à l'égard des actionnaires, des dirigeants enracinés	Garantissent les dirigeants du paiement des rentes associées à leurs compétences managériales et les incitent à investir dans ces compétences spécifiques

Les analyses de Shleifer et Vishny et Morck, Shleifer et Vishny ainsi que celles de Castanias et Helfat appellent certains commentaires, notamment sur l'omission de certains investissements permettant aux dirigeants de s'enraciner.

B) L'OMISSION (VOLONTAIRE) DES INVESTISSEMENTS OPPORTUNISTES DES DIRIGEANTS

Shleifer et Vishny et Morck, Shleifer et Vishny semblent omettre volontairement les investissements opportunistes des dirigeants leur permettant de s'enraciner en acquérant des actifs qui ne sont pas nécessairement complémentaires de leur capital humain. Il est même possible que ces actifs consomment de la richesse. Les dirigeants sont incités à procéder ainsi pour plusieurs raisons :

- ils peuvent leur permettre de développer leur capital humain,
- ils peuvent accroître l'asymétrie d'information avec les partenaires,
- ils peuvent diminuer le contrôle des partenaires sur leur gestion
- ils peuvent leur permettre d'accroître leurs prélèvements.

1/ LES INVESTISSEMENTS PERMETTANT DE DEVELOPPER LE CAPITAL HUMAIN DES DIRIGEANTS

Certains investissements peuvent contribuer à développer leur capital humain, en particulier lorsqu'il s'agit de créer des réseaux, ou de trouver de nouveaux partenaires qui ne sont pas nécessairement indispensables à l'entreprise mais qui peuvent permettre aux dirigeants d'accroître l'asymétrie d'information ou de bénéficier d'appuis extérieurs à l'entreprise[109].

Cette valorisation du capital humain des dirigeants peut leur permettre de bénéficier de propositions plus intéressantes sur le marché de l'emploi et de

[109] En particulier d'appuis politiques.

mettre en concurrence les avantages qu'ils peuvent retirer de la firme qu'ils dirigent et ceux qui leur sont proposés par d'autres entreprises. Une équipe dirigeante qui bénéficie de propositions d'emploi d'autres firmes accroît considérablement son pouvoir sur les actionnaires. En particulier, lorsque ces derniers doivent conserver les dirigeants pour bénéficier des rentes qu'ils créent. Une telle situation devrait provoquer l'accroissement du pouvoir des dirigeants sur les différents partenaires de l'entreprise, et une augmentation des avantages en nature et de la rémunération qu'ils perçoivent.

D'autres investissements peuvent être réalisés pour accroître l'enracinement des dirigeants, en particulier ceux permettant d'augmenter la complexité des systèmes d'information de la firme.

2/ LA COMPLEXIFICATION DES SYSTEMES D'INFORMATION DE LA FIRME

Les investissements de diversification, tels que le rachat d'entreprises dans d'autres secteurs d'activité, peuvent permettre aux dirigeants d'accroître l'asymétrie d'information avec les actionnaires en augmentant la taille de l'entreprise ou en complexifiant les systèmes d'information de la firme[110].

L'augmentation de la taille de l'entreprise entraîne une augmentation du coût du contrôle de la gestion des dirigeants. Les procédures de contrôle devront être modifiées pour s'adapter à la nouvelle structure, ce qui nécessite du temps et une période d'apprentissage. L'accroissement de la complexité de la structure peut rendre le coût d'accès à l'information prohibitif pour les actionnaires et les inciter à accepter un niveau de contrôle plus faible.

[110]Cf. les 1500 filiales de la Cie Générale des Eaux, la nébuleuse de filiales et de participations de Elf-Aquitaine sous la présidence de Loick le Flock-Prigent ou encore les 600 holdings du groupe Alcatel-Alsthom lorsque Pierre Suard était à la direction. Les restructurations réalisées par les nouveaux dirigeants ont pour objectifs essentiels de simplifier la structure de l'entreprise et d'éliminer les participations les plus coûteuses (6,5Milliards de pertes générées par les

Dans cette perspective les dirigeants peuvent bénéficier d'une plus grande liberté dans la gestion de la firme.

3/ L'ACCROISSEMENT DES PRELEVEMENTS DES DIRIGEANTS

Les acquisitions d'entreprises peuvent permettre aux dirigeants d'augmenter leur rémunération ou leurs avantages en nature en augmentant la taille de l'entreprise[111]. L'étude de Jensen et Murphy (1990)[112] souligne que la rémunération des dirigeants semble plus fortement corrélée avec la taille de l'entreprise qu'avec la performance de celle-ci.

Il est logique que les dirigeants puissent accroître leurs prélèvements lorsque la taille de l'entreprise augmente car les ressources dont ils disposent sont plus nombreuses et les prélèvements exercés (en particulier en termes d'avantage en nature) peuvent être plus facilement dissimulables.

Pour augmenter leurs prélèvements, les dirigeants peuvent tenter de réduire l'influence des actionnaires majoritaires.

4/ LA DILUTION DE L'ACTIONNARIAT

Certaines opérations telles que les Offres Publiques d'Echange ou les fusions peuvent permettre la dilution de l'actionnariat . A cet égard la fusion réalisée par le groupe Schneider avec son holding de tête en 1993 constitue une bonne illustration. Avant la réalisation de cette opération purement interne destinée officiellement "*à rendre le bilan du groupe plus lisible et plus transparent pour les partenaires internationaux*", la part des actionnaires majoritaires était de 45%. Après l'opération leur part était de 25%. Une plus-value fiscale de un

---

participations de Elf Aquitaine en 1993).

[111]Cf. Jensen et Murphy ; (1990) ; Performance pay and top management incentives ; Journal Of Political Economy, vol 98 pp 225-264.

[112]Jensen.M.C et Murphy.K ; (1990) ; op cité.

milliard de franc fut également dégagée au cours de la fusion.[113]

Cet exemple illustre parfaitement le problème auquel est confrontée la théorie de l'enracinement. La fusion décrite précédemment fut-elle initiée par les dirigeants du groupe Schneider pour dégager une plus value fiscale et simplifier la structure du groupe ou pour réduire la part détenue par les actionnaires majoritaires afin de réduire leur contrôle sur la gestion de la firme?

Il est possible que l'opération permette d'atteindre les deux objectifs à la fois. On retrouve une fois de plus l'incertitude concernant les résultats des stratégies d'enracinement des dirigeants sur la richesse des actionnaires. Les gains résultant de la fusion ont-ils compensé les pertes associées à la diminution du contrôle des actionnaires majoritaires ?

Les acquisitions réalisées par les dirigeants peuvent avoir d'autres objectifs que la dilution de l'actionnariat. L'accroissement des ressources peut faciliter l'établissement de relations informelles avec les partenaires de l'entreprise.

5/ LE RESPECT DES ENGAGEMENTS PRIS AVEC LES PARTENAIRES

Les acquisitions d'entreprises peuvent permettre aux dirigeants de respecter les engagements pris avec les différents partenaires, notamment les cadres de l'entreprise en leur offrant des perspectives de promotion grâce à la réalisation d'acquisitions régulières. Les banques peuvent également être intéressées par ce type d'opérations compte tenu des commissions qu'elles peuvent facturer lors de leur réalisation.

Le contrôle d'un montant plus important de ressources permet aux dirigeants de disposer d'une monnaie d'échange envers les partenaires et d'établir plus de contrats implicites avec eux tout en leur donnant les garanties suffisantes

[113]Source: Fusions et Acquisitions ; Octobre 1993.

concernant la réalisation des engagements pris.

Il faut noter que pendant les périodes où des acquisitions importantes sont réalisées, les dirigeants bénéficient d'un pouvoir plus fort à l'égard des partenaires car un changement de l'équipe en place peut provoquer la rupture des négociations et entraîner un échec complet de l'opération en cours.

6/ LES ACQUISITIONS REALISEES POUR PASSER UNE PERIODE DE TRANSITION

Les acquisitions, ou plus généralement les restructurations importantes de la firme peuvent permettre aux dirigeants de passer une période de transition (renouvellement de mandats, changement de gouvernement pour les entreprises publiques[114]...), en augmentant momentanément la dépendance des partenaires à leur égard grâce à une forte asymétrie d'information. Il serait en effet coûteux pour les actionnaires de changer l'équipe dirigeante au moment où celle-ci est en négociation auprès des différents partenaires pour réaliser un investissement (ou un désinvestissement) important.

Ces différents exemples montrent clairement que les dirigeants peuvent entreprendre des investissements qui ne sont pas complémentaires de leur capital humain et qui cependant leur permettent d'augmenter leur pouvoir auprès des actionnaires en diminuant le contrôle que ces derniers peuvent exercer sur leur gestion.

Ces investissements opportunistes répondent à la même logique que les investissements spécifiques décrits par Shleifer et Vishny (1990) et Morck Shleifer et Vishny (1989). Ils sont entrepris par les dirigeants pour atteindre le même

[114]Le parcours d'Alain Gomez semble exemplaire, à chaque changement de gouvernement, une restructuration du groupe Thomson est en cours. Une loi a été votée spécialement par l'assemblée nationale, pour lui permettre de réaliser plus de trois mandats successifs à la tête d'une entreprise publique.(Source: "Comment Alain Gomez a sauvé sa tête?" ; Le Nouvel Economiste ; N° 953 ; 8/07/94.

objectif, accroître leur pouvoir sur les partenaires de l'entreprise et les actionnaires de la firme en particulier. Cependant ils offrent moins de contreparties en termes de rentabilité aux actionnaires, puisque ces actifs ne seront pas mieux gérés que les autres par les dirigeants.

Il nous semble important d'intégrer ces investissements opportunistes des dirigeants dans les stratégies d'enracinement parce qu'ils peuvent représenter une part non négligeable des investissements de la firme et que leurs effets sur les relations de pouvoir entre les actionnaires et les dirigeants peuvent être extrêmement importants, ils peuvent par exemple, diminuer considérablement les moyens de contrôle interne en augmentant l'asymétrie d'information ou en réduisant l'influence des actionnaires majoritaires.

Le modèle développé par Stiglitz et Edlin (1992) prend en compte ces différentes considérations, son application basée sur le développement de l'asymétrie d'information des dirigeants en place est d'une portée plus générale .

IV. LE MODELE DE STIGLITZ ET EDLIN [115]

Stiglitz et Edlin (1992) s'interrogent sur les investissements que les dirigeants vont devoir réaliser pour s'enraciner, c'est-à-dire maximiser leurs rentes tout en diminuant la probabilité d'être renvoyés.

A) LES HYPOTHESES DE BASE DU MODELE

Ils supposent que les investissements dans des actifs dont le risque à court terme est élevé et peut être plus facilement supporté par les dirigeants en place que par les dirigeants concurrents, constituent une stratégie d'enracinement efficace.

Le modèle qu'ils développent est centré sur l'asymétrie d'information existant entre

[115] Stiglitz.J.E et A.S.Edlin ; (1992) ;Discouraging rivals: managerial rent seeking and economic efficiencies ; Working Paper N° 4145 ; National Bureau Of Economic Research.

le conseil d'administration, les équipes dirigeantes en place et les dirigeants concurrents. Stiglitz et Edlin remarquent que l'asymétrie d'information importante existant entre les dirigeants de la firme et les actionnaires de celle-ci réduit considérablement l'efficacité du contrôle exercé par le conseil d'administration sur la gestion de l'entreprise.

Puisque l'information est coûteuse et que chaque actionnaire bénéficie des profits de la firme au prorata des actions qu'il possède, il n'existe aucune incitation pour les propriétaires de la firme à exercer un contrôle sur les actions des dirigeants. Cette situation devrait générer un comportement de "Free rider" généralisé au niveau des actionnaires permettant aux équipes dirigeantes de bénéficier d'une grande liberté dans la gestion de la firme.

De même, les auteurs supposent que les mécanismes de prise de contrôle devraient être moins efficaces que ne le prétend la théorie de l'agence, en raison du comportement passif des petits actionnaires.

L'hypothèse de base du modèle est que les dirigeants agissent pour maximiser leur utilité et tenter de percevoir des rentes sous forme de paiements supérieurs à leur coût d'opportunité.
La rémunération des dirigeants résulte d'un processus de marchandage avec les actionnaires. La productivité de l'équipe en place par rapport aux équipes concurrentes est un déterminant essentiel de son revenu.

En conséquence, les auteurs supposent que les dirigeants en place ont deux possibilités pour s'enraciner :

- augmenter leur productivité
- diminuer la productivité des équipes concurrentes.

Si les dirigeants choisissent la deuxième solution, ils ont la possibilité d'utiliser les investissements de la firme pour éliminer les équipes concurrentes. Plusieurs politiques peuvent alors être envisagées :

1. ils peuvent choisir d'investir dans des actifs dont la gestion nécessite des informations idiosyncratiques (formation, connaissance du milieu...) que ne possèdent pas les dirigeants concurrents[116].

2. Ils peuvent choisir d'investir dans des actifs pour lesquels les problèmes d'asymétrie d'information sont plus importants, afin de diminuer la qualité des équipes concurrentes.

B) UN MODELE EN TERMES D'ASYMETRIE D'INFORMATION

En partant de ces considérations les auteurs développent un modèle à deux niveaux. Dans un premier temps les dirigeants peuvent choisir les investissements de la firme qu'ils souhaitent réaliser. Après la réalisation des investissements, les actionnaires choisissent l'équipe dirigeante la plus performante pour gérer les actifs.

Dans cette perspective, les auteurs supposent que la fonction d'utilité des dirigeants en place aura une forme simple. Ils investissent pour maximiser la probabilité d'être réembauchés après l'investissement par le conseil d'administration compte tenu des rentes qu'ils espèrent percevoir si cette hypothèse se réalise.

La fonction est donc la suivante :
Max Probabilité (dirigeants en place réembauchés) E[Rentes / dirigeants en place réembauchés]

Les rentes sont exprimées en unités d'utilité et correspondent à la différence entre l'utilité que les dirigeants en place pourraient obtenir dans une autre entreprise, et l'utilité qu'ils peuvent obtenir s'ils sont réembauchés dans l'entreprise, qui dépend du niveau du salaire qu'ils vont percevoir et du niveau d'effort qu'ils ont choisi.

---

[116]On retrouve ici l'idée de Shleifer et Vishny et Morck, Shleifer et Vishny sur la spécificité des

Stiglitz et Edlin supposent que les rentes négociées par les dirigeants en place auprès du conseil d'administration seront plus importantes lorsque :

- la qualité des équipes concurrentes est faible.
- l'effort des dirigeants concurrents diminue
- les rémunérations demandées par les dirigeants concurrents sont plus élevées

Il est également probable que dans les trois situations précédentes, la probabilité d'être réembauché est plus forte pour les dirigeants en place.

Le modèle suppose que les entreprises perçoivent une rentabilité R sur leurs investissements :

$R = q\,(C_1 + C_2)$ (1)

- q est la qualité effective de l'équipe dirigeante en place, qui peut dépendre à la fois de leur habileté et de leur effort.
- C_i mesure les perspectives de la firme dans le projet "i" qui peut être interprété comme le capital sous-jacent de la firme, lié aux investissements de la firme.

$C_i = F_i\,(I_i) + \theta_i$ (2)

Avec

$\theta_i \approx N(0, I_i{}^2\sigma_i^2),\ i\ \varepsilon\ (1,2)$ (3)

C_i inclut un bruit qui augmente avec la taille des investissements I_i . Les administrateurs de l'entreprise observent uniquement C_i avec le bruit alors que les dirigeants extérieurs à la firme observent uniquement l'investissement I_i et un bruit Y_i :

$Y_i = C_i + e_i$ (4)

Avec

$e_i \approx N(0, I_i{}^2\, w_i^2),\ i\ \varepsilon\ (1,2)$ (5)

Avec e_i et θ_i indépendants.

Pour ces dirigeants concurrents, la valeur des projets de la firme conditionnés par

investissements des dirigeants.

les observations Y_1 et Y_2 est donnée par la formule suivante :

$E [C_1 + C_2 \mid Y_1, Y_2] = \beta_0 + \beta_1 Y_1 + \beta_2 Y_2$ (6)

$\beta_i = \sigma_i^2 / (\sigma_i^2 + w_i^2), i \varepsilon (1,2)$

Après les investissements, les actifs de la firme doivent être gérés par les dirigeants en place où les dirigeants concurrents. Dans les deux cas, les dirigeants vont tenter de maximiser leur utilité en fonction des informations (ou des observations) dont ils disposent.

$E U [W + s (C1 + C2) q(e) - p(e) \mid \phi]$ (7)

Avec :

- W la part de rémunération fixe des dirigeants . Cette part est indépendante des profits réalisés.
- s la part de profit qui revient aux dirigeants
- U la fonction d'utilité des dirigeants
- p (e) le coût supporté par les dirigeants pour fournir l'effort e
- ϕ l'information des dirigeants

Pour simplifier la fonction, les auteurs supposent que la fonction d'utilité est à aversion constante pour le risque, pour que l'équivalent certain soit linéaire en moyenne et en variance. Ceci suppose que les dirigeants vont chercher à maximiser $W + sq(e) E [(C1 + C2) \mid \phi] - ks^2q^2 \times (Var (C1 + C2) \mid \phi)) - p(e)$ (8)

avec

$(Var (C1 + C2) \mid \phi)$ la variance conditionnelle de C1 + C2 connaissant l'information ϕ et k égal à ½ du degré d'aversion absolue au risque. Puisque la qualité effective des employés est supposée augmenter avec l'effort, il est aisé d'établir la valeur de l'effort e^{i*} optimale.

e^{i*} augmente lorsque $E [(C1 + C2) \mid \phi]$ augmente et diminue lorsque $(Var (C1 + C2) \mid \phi)$ augmente.

Ceci implique qu'une augmentation dans la différence $(Var (C1 + C2) \mid \phi_{alt}))$ -

(Var (C1 + C2) $|\phi_{inc}$)) (11) augmente la différence du niveau d'effort des dirigeants en place par rapport aux dirigeants concurrents.

Puisque les dirigeants en place peuvent observer les valeurs réelles de C1 et C2 alors que les dirigeants concurrents ne peuvent observer que Y_1 et Y_2, les dirigeants en place ont intérêt à investir dans des actifs générant un bruit (w_i ²) important pour augmenter la valeur de

$$Var (C_1 + C_2 | Y_1 , Y_2) = [\sigma_1^2 w_1^2 I_1^2 / (\sigma_1^2 + w_1^2)]+ [\sigma_2^2 w_2^2 I_2^2 / (\sigma_2^2 + w_2^2)]$$
(12)

Ceci implique que les dirigeants concurrents peuvent être dissuadés de postuler ou de demander une rémunération plus élevée afin de compenser le risque plus important perçu. Ces différents effets augmentent l'enracinement des dirigeants en place en réduisant la concurrence sur le marché de l'emploi.

Stiglitz et Edlin supposent que les rentes des dirigeants en place augmentent lorsque la qualité des équipes dirigeantes concurrentes diminue, ou lorsque ces équipes demandent une rémunération plus élevée ou lorsque leur effort diminue.

La conclusion de ce raisonnement est que l'asymétrie d'information est un élément essentiel des stratégies d'enracinement des dirigeants, qui peuvent l'utiliser pour réduire la concurrence des autres équipes et augmenter ainsi leur rémunération et leur sécurité d'emploi.

C) IMPLICATIONS DU MODELE

Différentes implications découlent de ce modèle d'enracinement des dirigeants en termes d'asymétrie d'information.

1/ DES EFFETS ANTAGONISTES POUR LES ACTIONNAIRES

Le modèle peut expliquer l'intérêt des dirigeants pour la croissance de l'entreprise qu'ils dirigent. Si les rentes des dirigeants sont associées au bruit généré par les investissements, il peut être dans leur intérêt d'investir dans des activités nouvelles pour éviter les phénomènes d'apprentissages qui peuvent permettre aux actionnaires de la firme ainsi qu'au dirigeants concurrents d'estimer la valeur réelle des projets. En procédant ainsi, les dirigeants en place peuvent générer un bruit et un risque suffisant pour dissuader les équipes concurrentes de postuler pour la gestion des actifs de la firme.

Cette pratique peut être nuisible à la richesse des actionnaires puisque les dirigeants vont être incités à investir dans des actifs générant le bruit le plus important pour une même rentabilité.

Cependant elle peut également être valorisante pour les actionnaires en incitant les dirigeants à investir dans de nouvelles technologies et à prendre plus de risque que ne le suggère habituellement la théorie de l'agence. Certes le patrimoine des dirigeants est moins diversifié que celui de leurs actionnaires et ils peuvent être incités à réduire le risque de la firme pour réduire le risque pesant sur leur capital humain. Cependant en procédant ainsi, ils favorisent la concurrence et augmentent la probabilité d'être remplacés. Le modèle de Stiglitz et Edlin suppose donc que les dirigeants rationnels entreprendront des investissements risqués pour conserver leur poste et préserver leur patrimoine. Cet effet de l'enracinement profite à la richesse des actionnaires en incitant les dirigeants à innover et à investir dans la recherche et le développement de nouveaux produits ou de nouvelles activités.

2/ EFFICACITE DES ACQUISITIONS ET DES RESTRUCTURATIONS

Contrairement à Shleifer et Vishny (1989), Stiglitz et Edlin présument que les acquisitions et les restructurations réalisées par les dirigeants peuvent conduire à une plus grande efficacité. Les dirigeants qui achètent des actifs pour lesquels il

existe une équipe concurrente plus performante pour leur gestion, vont diminuer la rentabilité globale de la firme et augmenter la probabilité d'être remplacés par une équipe plus performante.

Cependant les auteurs reconnaissent que le prix des acquisitions réalisées par des dirigeants opportunistes peut être élevé, car l'évaluation des actifs sera effectuée par rapport aux rentes qu'ils sont susceptibles de rapporter à l'équipe qui les achète[117]. Ces rentes peuvent être plus importantes si les dirigeants sont capables de réduire rapidement la valeur de marché de l'investissement pour éviter qu'une équipe concurrente ne puisse restructurer l'entreprise de façon profitable. Stiglitz et Edlin aboutissent à la conclusion que les actifs seront achetés par les firmes qui peuvent en tirer la plus grande valeur managériale mais que ces firmes ne sont pas nécessairement celles qui en tireraient la meilleure rentabilité.

V. CONCLUSION

Les différentes analyses présentées précédemment font ressortir la difficulté du sujet abordé. L'enracinement des dirigeants peut avoir des effets antagonistes sur la valeur de la firme et l'économie en général.

A) LES QUATRE HYPOTHESES EN PRESENCE SUR LES EFFETS DE L'ENRACINEMENT POUR LES ACTIONNAIRES

Quatre hypothèses se retrouvent en concurrence sur les effets de l'enracinement des dirigeants :

- Shleifer et Vishny (1989) et Morck, Shleifer et Vishny (1990) affirment que l'enracinement des dirigeants est néfaste puisqu'il leur permet de se dégager en

[117]Shleifer et Vishny supposaient déjà dans leur article de 1989 que les dirigeants pouvaient

partie du contrôle que peuvent exercer les actionnaires sur leur gestion en liant la rentabilité de la firme à leur présence. En procédant à des investissements qui leur sont spécifiques, les dirigeants vont également réduire la concurrence sur le marché de l'emploi en diminuant le nombre d'équipes concurrentes capables de gérer les actifs spécifiques de la firme. Dans cette hypothèse, les dirigeants ont la possibilité de gérer la firme sans maximiser la richesse des actionnaires et en laissant libre cours à leur opportunisme.

- Castanias et Helfat (1992) pensent au contraire que la réalisation par les dirigeants d'investissements qui leur sont spécifiques et qu'ils sont en mesure de gérer mieux que les autres actifs de la firme, va leur permettre de générer des rentes qu'ils n'auraient pas créées autrement. En conséquence les actionnaires et les autres partenaires de la firme profitent indirectement de l'enracinement des dirigeants. Ces auteurs supposent également que les dirigeants peuvent conserver leur place tant qu'ils fournissent aux actionnaires une rentabilité minimum.

- Une troisième approche (qui découle en partie de l'analyse de Castanias et Helfat (1992) mais également de celle de Shleifer et Vishny (1989[118]) considère que l'enracinement des dirigeants peut être souhaitable dans la mesure où il permet à ceux-ci de s'éloigner des contraintes à court terme que peuvent exercer par exemple le marché des prises de contrôle ou les actionnaires. Autrement dit, l'enracinement donnerait aux dirigeants la sérénité suffisante pour maximiser la richesse des actionnaires en leur permettant de procéder à des investissements dont les effets seront perçus à long terme, puisqu'ils sont certains d'être encore présents à cette période.

- L'analyse de Stiglitz et Edlin renforce l'indécision sur la nature de l'enracinement. D'une part, ils supposent que les dirigeants vont pouvoir augmenter les rentes qu'ils perçoivent en éliminant la concurrence grâce à des

---

surpayer leurs acquisitions pour les mêmes raisons.

[118]Shleifer.A et R .W. Vishny (1990) ; Equilibrium Short Horizons of Investors and Firms ;

investissements générant une forte asymétrie d'information. D'autre part, les dirigeants sont incités à investir dans des projets risqués pour générer cette asymétrie d'information et dissuader les équipes concurrentes de postuler pour la gestion des actifs de la firme. Cette situation profite aux actionnaires en favorisant l'innovation dans l'entreprise.

Ces quatre hypothèses soulignent la complexité du sujet, et l'ambiguïté du comportement des dirigeants. Les derniers travaux de Stiglitz et Edlin apportent sans doute la vision la plus juste en aboutissant à une conclusion sur les effets contradictoires des stratégies d'enracinement des dirigeants.

Shleifer et Vishny(1989) et Morck, Shleifer et Vishny (1990), Castanias et Helfat (1992) ou Stiglitz et Edlin (1992) décrivent les gains des stratégies d'enracinement pour les dirigeants ainsi que les coûts ou les gains générées par ces stratégies pour les actionnaires ou les différents partenaires de la firme. Cependant les différentes analyses en présence ne font pas ressortir le coût des stratégies d'enracinement pour les dirigeants qui les entreprennent.

B) LE COUT DE LA STRATEGIE D'ENRACINEMENT POUR LES DIRIGEANTS

Les auteurs supposent que les différents moyens de contrôle interne ou externe sont inefficaces pour s'opposer aux manoeuvres des dirigeants. Cependant, puisque cette stratégie permet aux dirigeants d'accroître leurs avantages (sécurité, rémunération, avantages en nature, liberté d'action), il serait logique qu'il y ait une contrepartie permettant d'équilibrer leurs relations de pouvoir avec les actionnaires.

Dans le cas contraire l'enracinement des dirigeants n'aurait pas de limite, et leur opportunisme non plus. Or il semblerait que les dirigeants soient obligés de dissimuler en partie leur opportunisme à l'égard de leurs actionnaires et des

---

American Economic Review ; vol 80 ; N°2 ; pp 148-153.

différents partenaires de l'entreprise. Ils ne seraient pas contraints à tant de discrétion si leur enracinement les protégeait de toutes les actions contestataires des propriétaires de la firme. On peut donc supposer qu'il existe des limites à l'enracinement, et donc un coût pour les dirigeants qui conduisent de telles stratégies.

Le coût de l'enracinement des dirigeants peut prendre plusieurs formes :

- Une exigence de rémunération plus élevée par les actionnaires
- Une sanction exercée par le marché des biens et services
- Un coût en termes de réputation sur le marché de l'emploi

1/ UNE EXIGENCE DE REMUNERATION PLUS ELEVEE

L'exigence par les actionnaires d'une rémunération plus forte permettant de compenser la perte de contrôle sur la gestion peut être envisagée comme le coût de la stratégie d'enracinement pour les dirigeants. Le droit de contrôle fait partie intégrante du droit de propriété attaché à la possession d'action de la firme. Si la valeur de ce droit diminue du fait de la réduction du contrôle exercé par les actionnaires sur la gestion de la firme, la valeur des actions diminue. Pour compenser cette baisse du cours des actions, les propriétaires de la firme peuvent exiger une plus forte rémunération. Ce mécanisme contraindrait les dirigeants à la performance pour compenser leur enracinement.
Plusieurs remarques s'imposent.

- Les actionnaires ne seront pas incités à changer de dirigeants s'ils ne peuvent les remplacer par des équipes managériales qui réalisent des performances au moins comparables. En fait, l'exigence des actionnaires est contrainte par la concurrence sur le marché de l'emploi des dirigeants et la disponibilité d'équipes compétentes susceptibles[119] de reprendre la gestion des actifs de la firme. Les actionnaires ne pourront pas demander à leur équipe de direction de fournir une

[119]L'asymétrie d'information contribue largement à réduire la productivité des équipes

rentabilité plus élevée que celle que la meilleure équipe concurrente serait en mesure de leur fournir. En effet la menace de sanction pour les dirigeants n'est pas crédible lorsque les actionnaires ne peuvent les remplacer sans s'appauvrir.

- Les dirigeants en place ayant orienté les investissements de la firme pour se différencier de la concurrence des autres équipes sur le marché de l'emploi, il est probable que les équipes concurrentes seront moins performantes dans la gestion des actifs (spécifiques au capital humain des dirigeants en place). Cette technique permet aux dirigeants de diminuer l'exigence de leurs actionnaires en termes de rentabilité en abaissant le taux de rentabilité servant de référence à l'évaluation de leur gestion.

Ces différentes remarques impliquent que l'exigence d'une rémunération plus importante des actionnaires ne semble pas constituer un système permettant de limiter efficacement les stratégies d'enracinement. En particulier, les propriétaires de l'entreprise ne disposent pas toujours de sanction efficace ou crédible pour contraindre les dirigeants à maximiser la richesse de la firme.

En revanche, il est possible que d'autres partenaires puissent exercer des pressions sur les l'équipe dirigeante pour la contraindre à maximiser la valeur de la firme.

2/ UNE SANCTION SUR LE MARCHE DES BIENS ET SERVICES

Il est possible que les stratégies d'enracinement des dirigeants les conduisent à gérer la firme de façon peu efficiente dans la mesure où les systèmes de contrôle interne et externe sont totalement ou partiellement annihilés. Une telle gestion peut avoir des conséquences extrêmement néfastes sur la qualité des produits ou des services fournis aux consommateurs.

Le marché des biens et services peut sanctionner les entreprises lorsque la gestion

---

concurrentes.

des dirigeants enracinés conduit à une diminution de la qualité des prestations offertes. Les clients sont des partenaires essentiels de la firme, ils sont à l'origine de sa prospérité, et les contrats implicites établis avec l'équipe en place ne peuvent permettre le maintien de la relation (ou de la fidélité de la clientèle) sans une qualité minimum des produits ou services fournis.

Certains fournisseurs peuvent refuser d'approvisionner la firme en raison de la mauvaise réputation de ses produits[120]. Il est également possible que les salariés les plus performants quittent l'entreprise en raison de son image peu gratifiante auprès du public.

En conséquence, les dirigeants seront contraints de fournir une qualité de production suffisante pour leur permettre de se maintenir sur le marché des biens et services. Dans le cas contraire, leur entreprise est vouée à disparaître. Les stratégies d'enracinement des dirigeants ayant pour objectif d'assurer la continuité de leur contrat, il est probable qu'ils intégrent dans leurs arbitrages les pressions exercées par le marché des biens et services (les concurrents de l'entreprise).

Un autre type de concurrence est susceptible de contraindre les stratégies d'enracinement des dirigeants, il s'agit de la concurrence sur le marché de l'emploi. Il faut noter que les deux formes de concurrence sont étroitement liées, en particulier la seconde dépend très directement de la première.

3/ UN COUT EN TERMES DE REPUTATION

La concurrence sur le marché de l'emploi peut représenter une menace crédible pour les dirigeants. Cependant cette concurrence ne peut s'exercer si ceux-ci ne peuvent être licenciés par leurs actionnaires. Si on suppose que les stratégie d'enracinement ont pour but d'accroître le pouvoir des dirigeants par rapport aux

[120]Ce type de procédure est illégal, mais les fournisseurs disposent de nombreuses possibilités pour dissuader des clients de s'approvisionner chez eux (délai de paiement, conditions de livraison, politique tarifaire...).

différents partenaires de la firme, la notion de menace crédible peut être utilisée.
Le pouvoir des dirigeants à l'égard des actionnaires résulte de la complémentarité entre leur capital humain et les actifs de la firme. Leur menace de quitter l'entreprise peut impressionner suffisamment les actionnaires pour les contraindre à accéder à leurs volontés. Dans cette optique, l'enracinement est perçu comme un pouvoir excessif de l'équipe managériale sur les partenaires de la firme.

Cependant la menace des dirigeants de quitter l'entreprise ne peut être crédible si ces derniers ne peuvent retrouver un travail équivalent à celui qu'ils occupaient dans l'entreprise, en raison d'une mauvaise réputation sur le marché de l'emploi. Cette réputation pouvant être la conséquence directe de la perception par le marché du travail de leur enracinement et de leur opportunisme dans leur emploi précédent.

Dans cette perspective la menace des dirigeants de quitter l'entreprise n'est plus crédible puisque son exécution présenterait plus de conséquences négatives pour leur patrimoine que pour le patrimoine des actionnaires. Les conséquences seraient plus graves pour les dirigeants puisqu'ils n'ont pas la possibilité de diversifier leur patrimoine. De plus un changement d'entreprise implique une forte diminution de la valeur de leur capital humain. Il résulte de ce qui précède que leur réputation peut représenter le coût de leur stratégie d'enracinement. Ils vont devoir arbitrer entre les gains qu'ils retirent de l'enracinement et le coût de leur stratégie.
Nous développerons dans la deuxième partie de la thèse un modèle d'enracinement des dirigeants en termes de pouvoir et de réputation.

PARTIE II : UNE LECTURE DES STRATEGIES D'ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS EN TERMES DE POUVOIR ET DE REPUTATION

PARTIE II. UNE LECTURE DES STRATEGIES D'ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS EN TERMES DE POUVOIR ET DE REPUTATION

Pour mieux comprendre les stratégies d'enracinement nous allons tenter d'analyser les contraintes et les arbitrages auxquels les dirigeants sont confrontés. Cette étude devrait nous permettre d'affiner notre définition de l'enracinement ainsi que notre perception des conséquences des stratégies menées par les équipes managériales sur les différents partenaires de l'entreprise.

CHAPITRE I. LE POUVOIR ET LA REPUTATION DES DIRIGEANTS AU COEUR DES STRATEGIES D'ENRACINEMENT

Les dirigeants entreprennent des investissements spécifiques pour modifier les relations de pouvoir avec les actionnaires ou les partenaires de l'entreprise. Ces investissements leur permettent d'influencer leur environnement et de maintenir certains déséquilibres sur le marché de l'emploi des équipes managériales, en instaurant des barrières à l'entrée pour les équipes concurrentes ainsi que des barrières à la sortie pour les actionnaires de la firme qui ne peuvent plus rompre le contrat qui les lie sans encourir des pertes de richesse importantes. Ils vont donc réaliser grâce à leur stratégie d'enracinement un gain de pouvoir de négociation sur les partenaires.
Cependant l'enracinement présente également un coût en termes de réputation pour les agents.

Comme nous l'avons vu précédemment une équipe dirigeante qui investit dans des actifs spécifiques va augmenter son pouvoir de négociation auprès des actionnaires en accroissant le coût de restructuration que ces derniers devront supporter s'ils décident de la licencier. Mais sa réputation sur le marché de l'emploi va diminuer du fait de la perception par le marché de son comportement opportuniste.

La modification de la réputation des dirigeants sur le marché de l'emploi va entraîner un changement des rapports de pouvoir entre les agents et leur principal. En effet des dirigeants qui ne

sont plus en mesure, du fait de leur réputation sur le marché de l'emploi, de retrouver un poste équivalent à celui qu'ils occupaient ne peuvent plus menacer les actionnaires de démissionner. Ils deviennent en fait prisonniers de la firme et perdent une partie de leur pouvoir de négociation.

Il nous faut à présent détailler les notions de pouvoir et de réputation pour les appliquer aux stratégies d'enracinement.

I. LE POUVOIR : LE GAIN DES STRATEGIES D'ENRACINEMENT

Le pouvoir est la notion centrale autour de laquelle nous allons tenter de développer un modèle faisant ressortir les différentes stratégies d'enracinement. Cette notion nous semble plus représentative de la fonction d'utilité des dirigeants qu'une simple fonction de richesse. En effet les agents chargés de la gestion de la firme ne pourront entreprendre des actions opportunistes qui ne maximisent pas la richesse des actionnaires ou des différents partenaires, si leur pouvoir à l'égard de ces derniers n'est pas suffisamment fort pour leur imposer des décisions qui vont à l'encontre de leurs intérêts. Les modifications de l'environnement concurrentiel sur le marché de l'emploi des équipes dirigeantes contribuent largement à modifier leurs relations avec les différents partenaires de la firme. La transformation ou l'utilisation de ce supplément d'influence en avantages monétaires est une étape secondaire qui ne peut être réalisée sans l'accumulation préalable de pouvoir.

A) DEFINITIONS DU POUVOIR

Il existe plusieurs définitions du pouvoir, et nous allons présenter les caractéristiques du pouvoir qui peuvent être appliquées aux stratégies d'enracinement.

Dahl [121](1957) définit le pouvoir comme une relation entre des acteurs dans laquelle un de ces acteurs, A, peut obtenir d'un autre acteur, B, que celui-ci fasse quelque chose qu'il n'aurait pas fait

[121]Dahl.R.A ; (1981) ;The concept of power ; Behavioral Science ;2 ; 201-215 ; 1957 ; cité dans Pfeffer.J ; Power in

autrement.
Dans cette définition, le pouvoir apparaît comme une force qui peut changer la probabilité que B fasse quelque chose qu'il n'aurait pas fait en l'absence de cette force. [122]

La définition de Emerson (1962)[123] est assez similaire à celle donnée par Dahl: "*le pouvoir d'un acteur A sur un acteur B est le niveau de résistance de B qui peut être potentiellement vaincu par A*".

Le pouvoir peut également être défini en termes de dépendance, ainsi le pouvoir de A sur B peut être considéré comme une fonction croissante de la dépendance de B envers A (Emerson 1962)[124].
Cette dépendance est définie par rapport à ce que B peut obtenir de A et est inversement proportionnelle à la disponibilité de ce que A peut fournir à B. Le pouvoir peut ainsi être défini comme le fait de posséder une ressource rare dont quelqu'un d'autre a besoin ou veut, pour obtenir ce que l'on désire.

Le pouvoir relatif d'un acteur sur un autre dépendra en conséquence de sa dépendance nette par rapport à l'autre. Si A dépend plus de B que B ne dépend de A parce que ce que A obtient de B est plus important que ce que B obtient de A ou parce que B a d'autres alternatives pour obtenir ce que A peut lui fournir, alors B a du pouvoir sur A (Pfeffer 1981)[125].

Il faut noter que pour que B ait effectivement un pouvoir sur A, il faut qu'il soit en mesure de contrôler la ressource dont A a besoin afin de transformer la possession de cette ressource en pouvoir effectif sur A . Ceci implique que B doit pouvoir choisir de façon libre et discrétionnaire de fournir ou non cette ressource à A . Donc le fait de ne pas fournir la ressource à A ne doit pas constituer un acte illégal et ne doit pas entraîner de conséquence juridique pour B.

Salancik et Pfeffer[126] (1977) font remarquer que le pouvoir est difficile à définir mais aisé à

Organizations ; Page 3 ; Harper Business .

[122]Pfeffer.J ; (1981) ; Power in Organizations ; Page 3 ; Harper Business.

[123]Emerson.R.M ; (1981) ; Power-Dependence Relation ; American Sociological Review ; 27 ; 31-41 ; 1962; cité dans J.Pfeffer ; Power in Organizations ; Page 3 ; Harper Business .

[124]op cité

[125]op cité

[126]Salancick.G.R et J.Pfeffer ; (1977) ; Who gets the power and how they hold on to it: A strategic-contingency model ;

reconnaître par la capacité de ceux qui le possèdent à obtenir ce qu'ils désirent.

L'application de ces différentes définitions aux stratégies d'enracinement est directe, les investissements spécifiques visent à augmenter la dépendance des actionnaires et des différents partenaires de l'entreprise à l'égard des dirigeants du fait de leur complémentarité avec le capital humain de ces derniers. Néanmoins cette situation peut être très relative.

B) LA RELATIVITE DU POUVOIR

Le pouvoir est une notion très relative qui ne peut être séparée de ses limites dans l'espace et dans le temps. Toute personne dispose en effet d'un pouvoir plus ou moins grand sur les autres, mais ce pouvoir est spécifique à la relation qui existe entre les individus. Le fait que A ait un pouvoir sur B et que B ait un pouvoir sur C, n'implique pas nécessairement que A ait un pouvoir sur C.

De plus, le pouvoir d'un individu sur un autre peut évoluer au cours du temps, le fait qu'un individu A ait un pouvoir sur un individu B au temps t n'implique pas que l'individu A aura ce même pouvoir sur l'individu B dans les périodes suivantes. Les modifications de l'environnement, de conjoncture... vont engendrer des modifications importantes dans les relations de pouvoir des individus. Les individus ont la possibilité d'influencer ces modifications par leurs actions.

Notons enfin, que le pouvoir peut être réciproque et porter sur des domaines différents. Le fait que A puisse obliger B à faire des actions particulières ne suppose pas que A puisse l'obliger à faire d'autres actions. En revanche, B peut disposer d'un pouvoir sur A lui permettant de contraindre A à faire des actions spécifiques.
En conséquence le pouvoir est une notion relative à une relation spécifique entre les individus et à un contexte ou un environnement particulier.

C) LES SOURCES DU POUVOIR

Nous allons à présent nous intéresser aux sources du pouvoir, certaines d'entre elles sont déjà

Organizational Dynamic ; Vol 5 ; pp 3-21.

mentionnées implicitement dans les définitions précédentes.

1/ LA RARETE DES RESSOURCES

La rareté de certaines ressources peut être à l'origine du pouvoir de ceux qui les possèdent. Dans la mesure où ces ressources sont recherchées par les autres acteurs, ceux qui les détiennent et qui peuvent en disposer à leur convenance possèdent un pouvoir important sur les personnes qui ont besoin de ces ressources rares. Plus le besoin est fort et plus le pouvoir des détenteurs de ressources rares est élevé sur les personnes qui désirent les obtenir.

Une façon de s'assurer le pouvoir est de faire en sorte que ces ressources viennent à manquer, ce qui suppose

- soit d'intervenir sur l'environnement pour détruire une partie des ressources disponibles afin d'en augmenter la rareté (investissements spécifiques des dirigeants en vue d'éliminer les concurrents potentiels sur le marché des dirigeants).

- soit de modifier la dépendance des autres acteurs en augmentant leurs besoins de ressources rares (investissements spécifiques entrepris par les dirigeants afin d'augmenter la dépendance de la firme à leur égard et donc d'accroître leur pouvoir sur les différents partenaires de celle-ci).

Les investissements spécifiques des dirigeants permettent à ces derniers de transformer leurs capacités à gérer certains actifs en ressources rares et de monnayer ces capacités auprès des actionnaires et des différents partenaires. L'accroissement de l'investissement spécifique des dirigeants implique une plus forte dépendance des partenaires à l'égard de leur capital humain et contribue donc à renforcer leur pouvoir.

La capacité des dirigeants à acquérir l'information et à l'analyser constitue un élément essentiel de leur pouvoir.

(a) L'INFORMATION : UNE RESSOURCE RARE

L'information est une ressource rare et nous avons déjà insisté sur son rôle privilégié dans les

stratégies d'enracinement. Il nous faut à présent revenir sur l'information comme source de pouvoir. L'information peut être considérée comme une ressource rare car les personnes qui en disposent ou qui savent l'exploiter peuvent la monnayer auprès de leurs partenaires.

Les dirigeants peuvent être des fournisseurs importants d'information pour les actionnaires et les différents partenaires de la firme. Leur place privilégiée[127] au centre du "noeud de contrat" leur permet d'accéder à des informations essentielles sur les activités de la firme, son organisation, la coordination des actions avec les partenaires....

L'information détenue par les dirigeants intervient très directement dans les processus de décision de la firme. Elle est donc source d'action, et à ce titre sa valeur pour les actionnaires est importante puisqu'elle est à l'origine de leur richesse.

Il faut noter que l'information peut constituer un actif spécifique pour la firme. Sa complémentarité avec l'organisation, les actifs physiques ou immatériels de l'entreprise lui confère une valeur importante. Cette information n'est pas toujours transmissible ou appropriable par les autres agents. North[128](1990) note que les connaissances tacites sont acquises par l'apprentissage et ne peuvent être que partiellement transmises. Les savoir-faire des dirigeants décrits par Shleifer et Vishny peuvent être placés dans cette catégorie. Ces connaissances sont essentielles aux dirigeants car elles sont à l'origine de leurs avantages concurrentiels sur le marché de l'emploi.

Milgrom et Roberts[129] (1992) remarquent que les agents ayant un accès privilégié à de l'information privée peuvent percevoir des rentes. Ces rentes prennent la forme d'une rémunération incitant les agents à ne pas profiter de l'asymétrie d'information.

Ce raisonnement est applicable aux dirigeants dont la valeur pour les actionnaires et les différents partenaires de la firme peut être liée à leur capacité à accéder à l'information rare. On peut déduire de la proposition de Milgrom et Roberts que les rentes perçues par les dirigeants seront d'autant plus importantes que l'asymétrie d'information avec les partenaires est forte.

Hill et Jones[130](1992) pensent que l'asymétrie d'information entre les dirigeants et les partenaires

---

[127]Peffer (1981) remarque que la place d'un individu dans un réseau est un prédicteur important de son pouvoir sur les autres agents.

[128]North.C.D ; (1990) ; Institutions, Institutional Change and Economic Performance ; Cambridge University Press.

[129]Milgrom.P et J.Roberts; (1992) ;Economics, Organizations and Management ; Prentice-Hall International Editions.

[130]Hill.C.W.I et T.M.Jones; (1992) ; Stakeholder-Agency Theory ; Journal of Management Studies ; Vol 29 ; N°2 ; pp 131-154.

peut également être à l'origine de différentiels de pouvoir. En accroissant l'asymétrie d'information avec les "stakeholders", les dirigeants augmentent leur pouvoir à leur égard.

Nous avons déjà souligné l'importance des relations informelles dans l'augmentation de l'asymétrie d'information au profit des dirigeants. Nous allons à présent étudier plus avant ce processus et voir dans quelles mesures les relations informelles, la constitution ou l'appartenance à un réseau peuvent être des sources de pouvoir pour les dirigeants.

(b) L'UTILISATION DES RELATIONS INFORMELLES, LA CONSTITUTION DE RESEAUX ET LE ROLE DE LA CONFIANCE DANS LES STRATEGIES D'ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS

Ces différents éléments peuvent constituer des sources de pouvoir difficilement appropriables du fait de leur spécificité et de leur complémentarité avec le capital humain de ceux qui les possèdent.

(1) Les relations informelles : asymétrie d'information ou rente manageriale ?

L'établissement des relations informelles constitue une stratégie efficace d'enracinement des dirigeants. Nous avons vu précédemment que ces stratégies visaient essentiellement à modifier les relations de pouvoir entre les actionnaires et les dirigeants.

L'établissement de relations informelles avec les partenaires de l'entreprise présente plusieurs avantages pour les dirigeants :

- l'accroissement de l'asymétrie d'information entre les actionnaires et les dirigeants
- la création de rentes managériales liées à l'existence des relations informelles avec les partenaires de la firme.

Ces deux éléments contribuent à modifier lourdement les rapports de pouvoir entre les actionnaires et les dirigeants par le biais de l'augmentation des coûts de contrôle de la gestion de la firme et par l'augmentation du coût de remplacement des dirigeants pour les partenaires.

Nous allons détailler à présent les différents avantages que les dirigeants peuvent retirer de l'établissement de relations informelles avec les partenaires de l'entreprise qu'ils dirigent.

(a) Les banques

Les relations privilégiées pouvant exister entre les dirigeants et les banques de la firme peuvent être intéressantes à plus d'un titre pour chacune des parties .
Pour les banques, le recours à leurs services est bien souvent fonction du choix des dirigeants dans la mesure où l'orientation des activités qu'ils gèrent provoque le recours à des sources de financement externes .

L'intérêt des banques est suffisamment clair, les commissions et intérêts divers qu'elles facturent en échange de leurs prestations représentent une incitation suffisante pour qu'elles soient tentées d'investir dans des relations privilégiées avec les dirigeants, ces derniers étant en quelque sorte une source de rente, une clientèle assurée fournissant régulièrement son lot de commissions et de profits .
Les prises de contrôle effectuées par les dirigeants nécessitent des sources de financement importantes pour leur réalisation, en particulier dans le cas des O.P.A.
Le concours des banques est donc obligatoirement requis et les commissions prélevées par ces dernières dans ce type d'opération sont importantes .

Les prises de contrôle ne seront pas motivées par le seul souci des dirigeants de faire profiter les banques, mais le fait d'initier une prise de contrôle leur permet d'établir des contrats implicites avec les banques en choisissant celles qui participeront à l'opération et donc qui seront en mesure de tirer des bénéfices non négligeables.
L'importance des contrats implicites passés entre les différents partenaires de la firme et les dirigeants lors d'une prise de contrôle est une motivation supplémentaire à sa réalisation.

Les relations privilégiées avec les banques peuvent également être très profitables dans la mesure où

celles-ci sont des partenaires importants de la firme, elles ont régulièrement accès aux informations sur l'entreprise, elles peuvent avoir des sièges au conseil d'administration, être actionnaires de la firme ou détenir légalement une partie de celle-ci par le biais des créances qu'elles possèdent sur elle, ou encore lui permettre de développer ses activités en lui accordant au moment opportun les financements nécessaires à un taux compétitif .
La possibilité pour les dirigeants d'avoir recours à des sources de financement importantes à un taux inférieur à celui du marché ou à des conditions globalement plus favorables que celles du marché (garanties à fournir, délai de remise des fonds, taux et commissions, montant des ressources disponibles, fonds tenus en permanence à la disponibilité de la firme ...) est un atout important.

Le fait que les dirigeants aient la confiance des banques peut rassurer les actionnaires et les membres du conseil d'administration sur les actions qu'ils entreprennent. Le marché financier semble réagir favorablement à l'octroi de nouveaux crédits bancaires ou à leurs renouvellements (James[131] (1987) ; Lummer et McConnell[132] (1989)).

De plus le fait d'avoir des conditions plus favorables que celles du marché est une source de gains importante pour la firme puisque cela lui permet d'augmenter la rentabilité de ses investissements en diminuant le coût du financement.

Ajoutons que la confiance dont bénéficient les dirigeants auprès des banques permet à l'entreprise d'augmenter le pool de ressources dont elle dispose, et lui permet en outre d'entreprendre un plus grand nombre d'investissements ce qui donne plus d'occasions de s'enrichir aux actionnaires .

Cependant les intérêts des actionnaires et ceux des banques divergent sur bien des points concernant les investissements effectués par les dirigeants et financés par des investisseurs extérieurs .
Alors que les premiers recherchent la rentabilité, les secondes désirent la sécurité de leurs créances et le versement d'une rémunération en échange de leurs services .

Aussi le fait que les banques aient une certaine confiance dans les dirigeants de l'entreprise et acceptent de leur accorder régulièrement des fonds ne doit pas être interprété comme le signe que

[131]James.C ; (1987) ; Some evidence on the uniqueness of bank loans ; Journal of Financial Economics ; vol 19.
[132]Lummer.S.L et J.J.McConnel ; (1989) ; Further Evidence on the bank lending process and the capital market

les investissements entrepris maximisent la richesse des actionnaires . En effet ceci peut simplement signifier que ces investissements maximisent la richesse des banques en maintenant un niveau de risque minimum .

La divergence d'intérêt entre les actionnaires et les créanciers a déjà été soulignée par de nombreux auteurs (Jensen et Meckling[133] 1976) . L'extension du modèle de Black et Scholes[134] (1973) à l'évaluation des capitaux propres d'une entreprise permet de faire ressortir très nettement le conflit d'intérêt entre les actionnaires et les créanciers, les premiers ayant intérêt à ce que la firme maximise sa rentabilité et donc son risque alors que les seconds ont intérêt à ce que le risque de la firme soit minimum afin qu'elle puisse faire face au remboursement de sa dette et des intérêts .

Charreaux [135](1992) remarque que "*les mécanismes contractuels entourant la relation de prêt même s'ils sont contraignants, notamment en raison du caractère régulier des versements, laissent cependant des espaces discrétionnaires aux dirigeants. La construction d'une relation contractuelle de long terme à caractère fortement spécifique peut permettre au dirigeant d'accroître son capital spécifique et d'assouplir les contraintes traditionnelles*[136]."

Il est possible d'étendre cette analyse à tous les partenaires de l'entreprise, en effet seuls les actionnaires ont un intérêt certain à la maximisation de la rentabilité de la firme dans la mesure où ils ont la possibilité de diversifier efficacement leur portefeuille.
Au contraire les salariés, les fournisseurs, les clients et les dirigeants sont plus intéressés par la survie à long terme de la firme car ils ont peu de possibilités de diversifier efficacement leur portefeuille, ce qui suppose que la valeur de leur capital est liée à la survie de la firme.

Les partenaires sont d'autant moins intéressés par un accroissement du profit de l'entreprise et donc du risque que ce profit ne leur revient pas, excepté pour les salariés qui peuvent toucher certaines

---

response to bank loan agreements ; Journal of Financial Economics ; Vol 25.

[133]Jensen.M.C et W.H.Meckling ; (1976) ; Theory of the firm, managerial behavior, agency costs and ownership structure ; Journal of Financial Economics ; Vol 3 pp 305-360.

[134]Black .F et Scholes.M ; (1973) ; The pricing of options and corporate liabilities ; Journal of Political Economy ; pp 637-659.

[135]Charreaux.G ; (1992) ; Mode de contrôle des dirigeants et performance des firmes ; Cahier du Crégo N° 9206.

[136]Op cité ; p 22.

primes relativement marginales basées sur le résultat de l'entreprise[137].

Les relations privilégiées existant entre les dirigeants et les banques ne sont pas nécessairement bénéfiques aux actionnaires de l'entreprise, les dirigeants peuvent fournir aux banques des occasions régulières de percevoir des rentes, et les banques peuvent permettre aux dirigeants de financer la croissance de la firme et de se valoriser auprès des actionnaires, ce qui leur permet de retirer des avantages importants en termes de rémunération, de liberté d'action ...

Les relations informelles établies par les dirigeants avec l'Etat peuvent également constituer une source de pouvoir considérable pour les dirigeants.

(b) L'Etat et les agents influents

Les relations privilégiées pouvant exister avec les agents influents dans l'économie ou l'Etat, sont une source de rentes importante pour les dirigeants et offrent par conséquent des possibilités intéressantes d'enracinement . En effet ces relations peuvent apporter à l'entreprise des marchés (l'Etat) ou des appuis politiques permettant l'obtention d'avantages particuliers (appui du gouvernement pour certaines opérations, modifications de la législation, négociations internationales, obtention d'accords divers...).
Il est remarquable de constater que les dirigeants des plus grandes entreprises françaises ont un atout "Etat" non négligeable acquis lors de leur parcours dans un grand corps ou dans une grande entreprise où ils ont eu la possibilité de nouer des contacts au plus haut niveau .

Les dirigeants ont la possibilité d'investir les ressources de l'entreprise pour nouer ces relations particulières avec l'Etat . Ces investissements peuvent prendre différentes formes, telles que la reprise d'une entreprise[138] en difficulté ou la création d'activité dans des zones sinistrées en termes d'emploi, la participation à la constitution d'un noyau dur d'actionnaires pour des entreprises

[137]Il faut cependant noter que la valeur du capital humain de certains cadres peut être étroitement liée aux profits réalisés par l'entreprise.
[138]Cf. le rachat des Menuiseries de Meymac par le Groupe Bouygues qui est devenu ainsi le premier employeur de Corrèze au moment où J.Chirac était Ministre du Budget et Député de la Corrèze.

privatisées, l'ajournement de plans de licenciement[139]...

Ce type d'investissement est profitable à la firme, mais il est surtout profitable aux dirigeants car cela leur permet de tisser des relations personnelles avec les agents influents au niveau de l'Etat et de conserver ces relations en cas de rupture de leur contrat avec l'entreprise. Une partie des bénéfices de ces investissements spécifiques sont conservés par les dirigeants après leur départ, puisqu'ils sont réutilisables dans d'autres circonstances ou dans d'autres entreprises. Ils contribuent à valoriser le capital humain des dirigeants qui les entreprennent.

Nous pouvons faire plusieurs remarques concernant ce type particulier d'investissement:

- ils profitent à la firme à laquelle appartiennent les ressources.
- ils profitent aux dirigeants de la firme car ce sont eux qui conservent les relations privilégiées avec les membres influents de l'Etat et qui valorisent ainsi leur capital humain.
- une partie de l'investissement effectué peut être réutilisée par les dirigeants
- une partie de cet investissement est perdue pour la firme si le dirigeant en place quitte l'entreprise car le contact est rompu et il faut pouvoir le renouer, ce qui suppose sans doute de refaire un investissement.

L'établissement de relations privilégiées avec l'Etat permet aux dirigeants de valoriser leur capital humain et d'augmenter leur valeur sur le marché de l'emploi.

Ils bénéficient ainsi d'un pouvoir plus fort auprès de leurs actionnaires en générant des rentes managériales et en disposant d'offres d'emploi alternatives leur permettant d'exercer une pression sur les propriétaires de l'entreprise afin d'augmenter leurs avantages.

L'établissement de relations informelles avec les salariés peut également constituer une stratégie d'enracinement efficace.

(c) Les salariés

[139]Cf. l'annonce d'Alain Gomez de renoncer à un plan de licenciement de 1600 personnes du groupe Thomson en 1993.

Fama[140] (1980) suppose que les salariés de l'entreprise et en particulier les cadres exercent un contrôle sur la gestion des dirigeants de l'entreprise.
Leur évaluation par le marché du travail étant liée à la performance globale, les salariés de l'entreprise ont donc un intérêt certain à contrôler la gestion de leurs supérieurs. La sanction la plus probable pour les dirigeants réside dans le départ des employés les plus dynamiques lorsque l'entreprise réalise de mauvaises performances. On retrouve ici le modèle classique de Hirschman[141], *"Exit or Voice"*.

Cependant les salariés constituent un terrain d'enracinement intéressant pour les dirigeants car ils peuvent former des alliés ou un soutien certain en cas de conflit avec les actionnaires ou les membres du CA. Les dirigeants doivent au préalable choisir de nouer des relations avec les employés les plus performants, c'est à dire ceux qui produisent plus que ce qu'ils ne coûtent à l'entreprise[142].

Les dirigeants peuvent promettre aux employés de valeur la sécurité de l'emploi, une promotion plus rapide, une rémunération plus intéressante ou des conditions de travail plus favorables (plus de matériel, de budget...).
Si les contrats entre les dirigeants et ces employés sont implicites, la réalisation de ces promesses est contingente à la continuité du contrat des dirigeants, et ces derniers sont donc assurés du soutien de leurs employés en cas de conflit avec les actionnaires.

Dans ce cas particulier, le rôle des prises de contrôle est important car elles permettent aux dirigeants d'accroître les ressources de l'entreprise qu'ils gèrent, et donc de pouvoir tenir les promesses de promotions rapides auprès de leurs subordonnés en disposant de moyens ou de budgets plus importants.
Les acquisitions permettent en effet d'accroître le nombre d'échelons hiérarchiques de l'entreprise et donc les possibilités de promotion des salariés .

---

[140]Fama.E.F ;(1980) ; Agency Problems and the theory of the firm ; Journal of Political Economy; Vol 82 ; pp 288-307.

[141]Hirschman.A.O ; (1970) ; Exit, Voice and Loyalty: responses to decline in firms, organizations and states ; Cambridge, Harvard University Press ; traduction française sous le titre: La réaction au déclin des entreprises et des institutions de l'Etat ; Editions Ouvrières ; 1972.
Hirschman.A.O ; (1974) ; Exit, Voice and loyalty: further reflections and a survey of recent contributions; Social Science Information ; vol 13 ; pp 7-26.

Elles permettent également d'investir des ressources dans des secteurs où le dirigeant et son équipe ont un avantage comparatif .

On peut noter que ce type de contrat implicite est très fréquent entre les cadres supérieurs et les dirigeants, les premiers acceptent de prendre le risque de lier leur sort à ceux des dirigeants moyennant un accroissement des avantages divers qu'ils peuvent retirer de l'entreprise . L'existence de ces contrats explique en partie pourquoi lorsqu'une entreprise change de dirigeants, une partie de l'équipe dirigeante est remplacée[143] .

Remarquons cependant que les avantages que peuvent retirer les salariés de ces contrats implicites sont nombreux, et les effets à court terme sont toujours bénéfiques pour leur patrimoine. Une promotion leur permettra de valoriser leur position sur le marché du travail et les avantages ponctuels liés au sursalaire seront conservés en cas de rupture du contrat du dirigeant[144].
Les salariés ont donc intérêt à soutenir les dirigeants pour tirer le maximum de gain de leur contrat implicite.

Shleifer et Summer[145] (1988) ont émis l'hypothèse que la rupture de ces contrats implicites était une source de gains pour les actionnaires lors des changements de dirigeants. Pour ces auteurs, les relations de confiance établies entre les dirigeants, les salariés, et les différents partenaires de la firme sont utilisés aux dépends de la richesse des actionnaires. La rupture de ces contrats après un changement de direction peut permettre aux actionnaires de retrouver une partie de la richesse ainsi détournée.

Pourtant, certains contrats implicites peuvent avoir des avantages pour les actionnaires si les gains qu'ils produisent sont supérieurs aux coûts qu'ils engendrent. En particulier lorsque la motivation des salariés est à l'origine de meilleurs rendements ou d'une plus grande productivité. Dans ces

---

[142]Cf. Shleifer et Vishny (1989).

[143]Charreaux.G ; (1992) ; Mode de contrôle des dirigeants et performance des firmes ; Cahier du Crégo N° 9206

[144]Il est toutefois possible que les avantages ainsi acquis par les salariés augmentent considérablement le coût qu'ils représentent pour l'entreprise et incitent les nouveaux dirigeants à les remplacer par des salariés plus jeunes et moins chers.

[145]Schleifer. A et L.H.Summers ; (1988) ; Breach of Trust in hostile takeovers ; in Corporate takeovers: causes and conséquences, sous la direction de Auerbach A.J ; National Bureau of Economic Research ; The University of Chicago Press ; pp 33-64.

conditions les actionnaires profitent de l'enracinement des dirigeants (Charreaux 1992[146]).

Il faut cependant tenir compte d'un élément important susceptible de dissuader les dirigeants de s'entourer de collaborateurs compétents pour préserver leur sécurité : l'élimination de la concurrence interne.

(i) UNE STRATEGIE INSOLITE : ENGAGER DES COLLABORATEURS INCOMPETENTS

Les dirigeants sont incités, pour éliminer la concurrence interne à engager des collaborateurs peu performants et dont les avantages compétitifs sont insuffisants pour prendre leur place. Il peut résulter de cette stratégie une allocation non optimale des ressources.
Si les subordonnés[147] des dirigeants sont peu compétents, les ressources mises à leur disposition ne seront pas utilisées de façon efficiente. Dans ces conditions la richesse des actionnaires ou des différents partenaires de la firme ne sera pas maximisée puisque les individus les plus qualifiés peuvent se trouver écartés de l'organisation en raison du risque potentiel qu'ils représentent pour les dirigeants en place. Leur qualité devient leur principal défaut.

On peut considérer que cette allocation non optimale des ressources sera le prix à payer par les dirigeants pour éviter la concurrence de leurs subordonnés. Cette stratégie peut influencer les performances de la firme et donc indirectement la réputation des dirigeants sur le marché financier. Dans cette perspective, ils vont devoir arbitrer entre les avantages de cette stratégie, une moindre concurrence interne pour le poste qu'ils occupent et les inconvénients, une mauvaise réputation sur le marché financier susceptible de faire baisser le cours et de favoriser les prises de contrôle et donc la concurrence externe. Le dilemme des dirigeants est donc le suivant : diminuer la concurrence interne et augmenter la concurrence externe ou accepter la concurrence interne et une moindre concurrence externe.

---

[146]Charreaux.G ; (1992) ; op cité.

[147]Il faut remarquer que cette hypothèse ne concerne que les subordonnés susceptibles de rentrer en concurrence avec les dirigeants pour prendre la direction de l'entreprise (dirigeants de filiales importantes, bras droit ou successeurs potentiels). Les autres subordonnés peuvent être très compétents et permettre ainsi aux dirigeants de gérer efficacement les ressources de l'entreprise sans être menacés par une concurrence externe ou interne.

Tout dépend de la situation et de l'environnement. Si le mode de désignation des dirigeants est pratiqué de façon interne en raison d'une culture d'entreprise forte (l'Esprit Maison), les dirigeants peuvent être tentés par la première stratégie pour éviter une menace à court terme, si les actionnaires envisagent leur remplacement en raison de leur âge ou de leurs compétences. En revanche, si les pressions internes ne sont pas trop fortes, les dirigeants vont tenter d'accroître les performances de la firme et pour ce faire ils vont recruter des collaborateurs capables de procéder à une meilleure allocation des ressources.

La stratégie adoptée va dépendre du niveau d'enracinement des dirigeants ou plus exactement de leur phase d'enracinement. Si les dirigeants ont procédé à des investissements spécifiques leur permettant de s'isoler de la concurrence externe, ils peuvent choisir des collaborateurs incompétents pour éliminer la concurrence interne qui peut être d'autant plus forte que ces collaborateurs peuvent posséder les compétences nécessaires à la gestion des actifs spécifiques. Possédant le capital humain nécessaire, ils peuvent devenir de redoutables concurrents pour les dirigeants. Les investissements spécifiques peuvent se révéler sans effet sur la concurrence interne, voire même la favoriser en laissant pour seul choix aux actionnaires, des personnes ayant développé leur capital humain à l'intérieur de la firme. La façon la plus radicale de remédier à ce problème peut être de ne pas avoir de bras droit ou de second . Cependant cette stratégie est peu discrète et peut engendrer des effets désastreux en termes de réputation sur le marché financier ou auprès des partenaires de l'entreprise[148]. Une autre stratégie moins voyante consiste donc à embaucher des collaborateurs incompétents que le CA ne sera pas incité à choisir pour remplacer les dirigeants. La stratégie optimale consiste à trouver des cadres très compétents pour leur fonction mais n'ayant pas les qualités nécessaires pour assurer la direction de l'entreprise. Pour les directeurs des principales filiales du groupe, ces qualités peuvent être rares et les dirigeants peuvent être contraints d'éliminer les plus performants pour préserver leur emploi.

Le principe de Machiavel selon lequel "*on peut juger de la cervelle d'un seigneur rien qu'à voir les gens dont il s'entoure*[149]", semble mis partiellement[150] en défaut par les stratégies d'enracinement.

---

[148]Les partenaires peuvent être inquiets d'investir dans une entreprise dont la disparition accidentelle de l'équipe dirigeante peut se révéler catastrophique du fait de l'absence de bras droit capables de prendre rapidement la relève. La mésaventure de Schneider lors de l'incarcération de D.Pinault Valencienne par la justice belge en 1993 en constitue une bonne illustration.

[149]Machiavel.N (1513) ; Il Principe ; Chap XXII. T
Traduction française par Jean Anglade ; Le Prince ; Le livre de poche.

Le développement d'une culture d'entreprise forte peut également permettre aux dirigeants d'utiliser les salariés de l'entreprise pour s'enraciner.

(ii) LA CULTURE D'ENTREPRISE : UN OUTIL D'ENRACINEMENT?

Reiter (1989)[151] note que *"chaque entreprise se conduit comme un microcosme humain spécifique. Elle constitue une société particulière avec sa structure et ses règles du jeu, ses normes et ses valeurs, ses idéaux et ses rêves, ses passions et ses luttes mais aussi ses compétences et ses faiblesses... Au cours de son histoire le groupe humain a façonné des modes de perception de la réalité interne et externe qui constituent le savoir que tout membre doit posséder pour être intégré...Conduire une entreprise ne peut guère se faire en opposition avec sa culture ou son identité."*

Le développement de valeurs communes à l'intérieur de la firme peut être une source de performance, le renforcement de la cohésion à l'intérieur de l'entreprise peut renforcer la motivation des salariés et leur sentiment d'appartenance à un projet commun. La fixation d'objectifs communs à l'organisation et la prise en compte des aspirations des différentes catégories de salariés de l'entreprise peut renforcer son unité et limiter les risques de conflit sociaux, coûteux en temps, en argent, en réputation...

La théorie Z développée par Ouchi[152] suppose notamment que le personnel de tout niveau partage les buts à long terme de la firme lorsque les buts organisationnels sont en accord avec le système de valeur des membres de l'entreprise. Comme le note Gervais[153] (1989) "*Le profit n'est plus un objectif, il devient le résultat d'une éthique qui prête attention aux hommes*". La politique de recrutement de l'entreprise peut également contribuer à renforcer la cohésion entre les buts organisationnels et les systèmes de valeur de l'entreprise.

---

[150]Les dirigeants les plus performants n'ont pas à utiliser ces stratégies d'élimination de la concurrence interne puisqu'ils sont enracinés par leurs compétences. En revanche, les dirigeants s'entourant de collaborateurs incompétents ne sont pas nécessairement naïfs.

[151]Reiter .R ; (1989) ;Culture et Identité; p736 ; in Encyclopédie de gestion ; Economica.

[152]Ouchi .W ;(1982) ; Théorie Z - Faire face au défi japonais ; Paris InterEditions.

[153]Gervais .M ; (1989) ; Système budgétaire et animation des hommes ; P2186 in Encyclopédie de gestion ; Economica.

Peters et Waterman[154] (1983) remarquent que les modes de communication ont une grande importance dans la firme et que l'acceptation des buts organisationnels par le personnel se fera plus facilement lorsque ces buts seront intégrés à l'histoire et au vécu de l'entreprise. Les salariés souscrivent d'autant plus volontiers aux objectifs à long terme qu'ils bénéficient de garanties sur la continuation de leur contrat et de perspectives de carrière, à cet égard, l'histoire de l'entreprise ou la réputation des dirigeants joue un rôle important.

Le développement de la culture de l'entreprise peut être réalisé par le développement des contrats implicites entre les dirigeants et les salariés.
Les promesses de promotion, d'augmentation de salaire ... peuvent contribuer à renforcer la confiance des employés dans l'équipe dirigeante.

La culture d'entreprise est étroitement liée à la capacité des dirigeants à maintenir la cohésion de l'organisation et à respecter les contrats implicites avec les salariés. Le développement de cette culture peut renforcer la confiance des employés et la solidarité à l'intérieur de l'entreprise. Une communication formelle et informelle efficace à l'intérieur de la firme renforcera l'adhésion de chacun aux buts de l'organisation.

Une culture forte peut constituer une barrière à l'entrée pour les dirigeants concurrents qui pourront être rejetés par les salariés de la cible parce qu'ils ne présentent pas le profil acceptable (ex : ingénieur pour les entreprises dont la culture est orientée sur la qualité des solutions techniques des produits). Les dirigeants externes qui ne bénéficient pas de la formation et de "l'esprit Maison" peuvent être rejetés rapidement. Il leur sera alors difficile de s'imposer auprès des actionnaires dans la mesure où l'accroissement des performances de l'entreprise nécessite la coopération des salariés.

Il résulte de ce processus que les prises de contrôle hostiles seront difficilement réalisables, en raison des résistances importantes des salariés. La prise de contrôle réalisée par le groupe Schneider en 1988 sur la Télémécanique en est une illustration célèbre. Les salariés ont participé à l'acquisition des actions de la société pour défendre leur entreprise, et leur refus d'intégrer le groupe Schneider était lié à la grande différence de culture existant entre les deux firmes, et à la crainte que la

[154]Peters.T et R.Waterman ; (1983) ; Le prix de l'excellence. Les secrets des meilleures entreprises. InterEditions.

Télémécanique ne soit démantelée et perde son identité après l'intégration dans un groupe international.

Drucker[155] (1988) note que " *le fait qu'une O.P.A. aboutisse presque sans exception à la chute du moral et à une sévère perturbation de l'organisation humaine réfute l'argument selon lequel l'O.P.A hostile entraîne une meilleure répartition des ressources. A vrai dire, cela prouve simplement que les "ressources" essentielles de l'entreprise moderne ne sont pas les bâtiments ou l'équipement, ni même le pétrole mais l'organisation humaine".*

Le développement de la culture de l'entreprise peut à cet égard constituer une stratégie d'enracinement efficace pour les dirigeants, en accroissant la spécificité des actifs de la firme (les salariés) et la complémentarité avec leur capital humain. Ce processus permet de limiter la concurrence externe et les risques de prises de contrôle en instaurant des barrières à l'entrée pour les dirigeants extérieurs à l'entreprise, mais également en créant des barrières à la sortie pour les salariés de l'entreprise. Une culture forte peut renforcer leur dépendance à l'égard de l'entreprise et les inciter à augmenter leur productivité, permettant ainsi aux dirigeants en place de bénéficier d'une source de rentes supplémentaires.

Notons également que le renforcement de la culture de l'entreprise peut augmenter les coûts d'influence que les dirigeants concurrents devront supporter en cas de réussite d'une prise de contrôle. Milgrom et Roberts (1992) remarquent que les activités d'influence ont pour objectif d'agir sur les centres de décision et de les contraindre à procéder à une allocation différente des rentes et quasi-rentes. En favorisant la culture d'entreprise, l'équipe managériales peut s'assurer que les salariés exerceront des activités d'influence sur la nouvelle équipe pour préserver leurs avantages. En augmentant l'unité du groupe, ils accroissent considérablement les coûts d'influence et les risques en cas de tentatives de prises de contrôle hostiles. Les auteurs remarques que l'ampleur de ces coûts peut expliquer l'échec d'un grand nombre d'acquisitions aux Etats-Unis.

Les salariés de la firme peuvent constituer une source de valorisation importante des dirigeants en particulier lorsqu' ils négocient habilement les contrats liant la firme à ses employés. Cette capacité de négociation peut également être utile avec les différents fournisseurs de l'entreprise.

---

[155]Drucker.P.F ; (1988) ; Façonner l'avenir ; Les Editions d'Organisation.

(d) Les fournisseurs

Les fournisseurs peuvent constituer une source de rente importante pour les dirigeants si ces derniers ont la possibilité de négocier des conditions plus favorables que celles du marché.

Les dirigeants ont la possibilité d'utiliser pleinement leurs capacités de négociation avec les fournisseurs, les effets sont directement perceptibles en termes de rentabilité ou d'avantages comparatifs . En établissant des relations privilégiées avec les fournisseurs leur permettant d'obtenir des conditions d'achat plus favorables, ils ont la possibilité de dégager une rente managériale et de faire ressortir auprès des actionnaires l'intérêt que représente leur aptitude particulière à la négociation.

L'acquisition d'une entreprise peut donner l'occasion aux dirigeants bénéficiant de bonnes capacités de négociation d'accroître la rentabilité de la cible et de créer des rentes managériales qui les valoriseront auprès des actionnaires . Il s'agit en fait pour ces dirigeants d'utiliser régulièrement des capacités qui théoriquement n'interviennent que ponctuellement dans les relations avec les fournisseurs.
Les équipes dirigeantes n'ayant pas la possibilité de renégocier chaque jour les contrats avec les fournisseurs, les prises de contrôle offrent l'occasion soit, de renégocier les contrats avec les fournisseurs si la cible a la même activité que l'acquéreur, du fait de l'augmentation des quantités achetées, soit de négocier avec de nouveaux fournisseurs.

De plus l'établissement de relations de confiance entre les dirigeants et les fournisseurs peut permettre des gains de productivité importants pour l'entreprise, notamment en permettant la coordination des activités entre les deux firmes (flux tendus, système d'information commun, spécificité des produits...).
Ces relations de confiance peuvent inciter les fournisseurs à réaliser des investissements spécifiques auxquels ils n'auraient pas procédé. La réputation des dirigeants de la firme constitue alors un atout essentiel. Si les dirigeants ont la réputation de tenir leurs engagements et de ne pas profiter de la dépendance de leurs partenaires à l'égard de l'entreprise, ces derniers hésiteront moins à investir dans des actifs qui accroissent leur risque (en cas de rupture du contrat ou de renégociation après la

réalisation de l'investissement dans des actifs spécifiques) mais qui augmentent leur efficience (abaissement des coûts de production, meilleure qualité des produits, adaptation plus rapide des produits à la demande, diminution des coûts de stockage, exclusivité de certains procédés de fabrication...).

L'établissement de contrats implicites entre les fournisseurs et les dirigeants permet à ces derniers de s'enraciner. Dans l'éventualité d'un changement de l'équipe dirigeante, l'entreprise n'est pas assurée de conserver ses conditions préférentielles d'achat ou d'obtenir des révisions notables en cas d'accroissement des quantités achetées.

Les fournisseurs ayant réalisé des investissements spécifiques peuvent exiger des garanties formelles pour les renouveler ou continuer d'assurer certains avantages (exclusivité...) en cas de départ des dirigeants.

Il faut cependant noter qu'il est dans leur intérêt de conserver les relations avec l'entreprise, le soutien qu'ils apporteront aux dirigeants lors de conflits avec les actionnaires sera donc faible. Le principal atout de la stratégie d'enracinement utilisant l'établissement de contrats implicites avec les fournisseurs sera donc la création de rentes managériales grâce aux capacités particulières de négociation des dirigeants.

Ces capacités de négociation seront également fort utiles pour établir des relations privilégiées avec les clients de l'entreprise.

(e) Les clients

Le marché des biens et services constitue pour certains auteurs (Demsetz[156] 1983) un des mécanismes de contrôle de la gestion des dirigeants les plus efficaces. En effet les dirigeants qui réalisent des prélèvements trop importants vont diminuer la richesse de l'entreprise ainsi que la qualité de la production, de la recherche...Ces différents éléments ne seront pas sans conséquence sur la qualité des produits offerts aux consommateurs. La diminution de la qualité de la production de l'entreprise peut inciter les clients mécontents à se fournir auprès des entreprises concurrentes. Il

[156]Demsetz.H ; (1983) ; The structure of ownership and the theory of the firm ; Journal of Law and Economics ; Vol 26.

résulte de ce mécanisme, que les dirigeants qui ne maximisent pas la richesse de la firme sont éliminés du marché des biens et services.

L'analyse de Demsetz montre que les clients sont les partenaires privilégiés de l'entreprise, celle-ci ayant pour objet de les satisfaire afin d'assurer sa rentabilité et son équilibre financier. La coordination entre tous les facteurs de production, et tous les autres partenaires de la firme est assurée dans le seul objectif de satisfaire les consommateurs et d'assurer ainsi la pérennité de l'entreprise.

Les dirigeants ont donc un intérêt certain à établir des contrats implicites avec les clients pour s'enraciner, car les actionnaires ou les membres du conseil d'administration seront particulièrement sensibles aux variations du chiffre d'affaires, en particulier si ces variations sont liées aux relations existant entre les dirigeants et la clientèle.

Lorsque les dirigeants d'une firme ont établi des relations privilégiées avec les clients importants (Etats...), leur départ peut provoquer une baisse sensible du chiffre d'affaires, en particulier s'ils peuvent être engagés par des firmes concurrentes capables d'offrir les mêmes produits ou services .

Ceci suppose que les actionnaires doivent conserver les équipes dirigeantes disposant de contrats implicites avec les principaux clients pour éviter qu'ils ne partent avec une partie des débouchés de l'entreprise.

Les prises de contrôle permettent dans cette hypothèse d'accroître les occasions pour les dirigeants d'établir des contrats implicites avec les clients et en conséquence d'accroître le coût de leur départ éventuel pour les actionnaires de la firme qu'ils gèrent.
La menace est d'autant plus crédible pour les actionnaires de l'entreprise que les firmes concurrentes risquent fort de faire des propositions intéressantes aux dirigeants sortant pour récupérer les rentes managériales liées aux contrats implicites établis avec les clients.

(f) Tableau de synthèse

Le tableau suivant fait une synthèse sur les effets des contrats implicites pour les actionnaires et les dirigeants.

Tableau 5 : Analyse des contrats implicites entre les dirigeants et les différents partenaires de l'entreprise.

PARTENAIRES	EFFETS DES CONTRATS IMPLICITES	CONSEQUENCES POUR LES DIRIGEANTS	CONSEQUENCES POUR LES ACTIONNAIRES
SALARIES	• Plus grande motivation du personnel • Développement d'une culture d'entreprise	**Création de rentes managériales**	• **Spécificité du capital humain de la firme**
FOURNISSEURS	Conditions d'achat préférentielles		• **Dépendance à l'égard des dirigeants**
ETAT	• Obtention de contrats importants • Influence sur la législation (lobbying)		• **Accroissement de la valeur de la firme** • **Perte de contrôle sur la gestion de la firme**
BANQUE	• Conditions d'emprunt préférentielles • Disponibilité des fonds		• **Augmentation de l'opportunisme des dirigeants**
CLIENTS	• Fidélité des clients • Economie sur les coûts d'agence		

(g) Conclusion

Les contrats implicites sont difficilement contrôlables par les actionnaires et augmentent l'asymétrie d'information entre les propriétaires de l'entreprise et les dirigeants, les premiers n'étant pas en mesure de connaître la nature exacte des relations liant les seconds aux partenaires et les obligations de chacune des parties au contrat. Les gains ou les coûts associés aux contrats informels ne peuvent être évalués avec précision, et il est probable que les dirigeants tenteront de modifier les informations disponibles à leur avantage.
Le résultat final des stratégies d'enracinement par l'établissement de relations privilégiées avec les partenaires est de diminuer les moyens de contrôle interne mis en place par les actionnaires, en réduisant l'information disponible, et d'augmenter le coût de remplacement des dirigeants, en augmentant la limite au-delà de laquelle il est rentable pour les actionnaires de l'entreprise de changer l'équipe managériale.

Il faut noter que certains partenaires peuvent être utilisés par les dirigeants pour faire pression sur d'autres. Ainsi, il n'est pas rare que les salariés soient mis en avant par les dirigeants pour négocier auprès des banques ou de l'Etat. De même les retombées en termes d'emploi sur une zone géographique sont fréquemment utilisées pour obtenir des avantages auprès de l'Etat[157].

Hill et Jones[158] (1992) soulignent que la multiplication des partenaires de la firme réduit leur pouvoir à l'égard des dirigeants. La menace éventuelle qu'ils peuvent exercer sur les équipes dirigeantes de rompre la relation contractuelle explicite ou implicite ne présente pas les mêmes conséquences si ces dernières ont la possibilité d'avoir recours à d'autres fournisseurs pour la ressource. L'augmentation du nombre de "stakeholders" permet donc aux équipes dirigeantes de diminuer leur risque en diversifiant les sources de rentes qui leur permettent de se valoriser.

Un second effet de la multiplication du nombre de partenaires pour l'entreprise réside dans la diffusion du contrôle qui résulte de la complication de l'information. Leur incitation à obtenir de

---

[157]Cf. Euro Disney dans la région de Marne la Vallée. A cet égard les négociations auprès de l'Etat français et des banques ont été fructueuses pour Euro Disney. Le financement du projet a été bouclé grâce au soutien de l'Etat et des collectivités locales impliquées par le projet. De même les infrastructures importantes (routes, voie de chemin de fer, gare...) mises en place et financées par les fonds publics ont pu être obtenues grâce aux promesses de création importante d'emploi et aux perspectives de retombées économiques pour la région.

[158]Hill.C.W.I et T.M.Jones; (1992) ; Stakeholder-Agency Theory ; Journal of Management Studies ; Vol 29 ; N°2 ; pp

l'information va diminuer, en raison de l'accroissement de son coût généré par l'augmentation de la taille de l'entreprise et de la diminution de leur pouvoir de sanction à l'égard des dirigeants.

Les relations informelles établies avec les partenaires de la firme ne sont pas le seul élément qui valorise le capital humain des dirigeants et leur permettent d'augmenter leur pouvoir. A cet égard, l'appartenance à un réseau peut présenter d'autres avantages pour les stratégies d'enracinement .

(2) Les réseaux : un véhicule pour l'enracinement ou une contrainte

Les réseaux sont différents des relations informelles tissées par les dirigeants avec les partenaires. Les avantages en termes d'information sont importants et sensiblement les mêmes que ceux observés précédemment. Cependant la caractéristique la plus intéressante pour les dirigeants est sans aucun doute la solidarité qui existe dans les réseaux.

Cette notion de solidarité est différente de l'intérêt calculé résultant de l'établissement de relations informelles avec les partenaires. La solidarité des réseaux résulte en fait d'une forme d'obligation morale des membres à l'égard des autres[159].

Cette solidarité est particulièrement forte lorsque l'intérêt de l'un des membres est en conflit avec celui d'un acteur extérieur au réseau. Elle est d'autant plus forte que la sanction résultant d'un manquement à l'obligation morale est l'exclusion du réseau et la perte des avantages liés à son appartenance. Dans la mesure où ces avantages font intégralement partie du capital humain des dirigeants, leur perte représente une diminution de la valeur de celui-ci et donc une diminution de leur valeur sur le marché du travail.

131-154.

[159]Il est possible d'assimiler les relations informelles établies avec les partenaires de l'entreprise à des réseaux, cependant la différence fondamentale résulte dans l'inexistence de la réputation collective qui peut exister dans les réseaux des grandes écoles par exemple. De la solidarité présente dans le réseau résulte la réputation collective de celui-ci. Les relations informelles avec les partenaires présentent également une relation plus individuelle et plus directe entre les participants. Au contraire, dans le réseau, les individus ne se connaissent pas nécessairement ou ne sont pas directement en relation, cependant leur appartenance au réseau suffit pour créer des obligations mutuelles. La force du réseau réside d'ailleurs dans ce potentiel important de ressources dans lequel les membres ont la possibilité de puiser à tout moment.

La solidarité des réseaux peut être précieuse pour les dirigeants à plus d'un titre :

- les personnes chargées du contrôle de la gestion peuvent être des membres du réseau.
- Les membres du réseau peuvent fournir des informations privilégiées aux dirigeants.
- L'appartenance à un réseau peut favoriser les politiques d'alliances industrielles ou de partenariat avec d'autres entreprises (Stratégie d'alliance pour la recherche et développement, mise au point de standards technologiques...)

Des rentes peuvent être associées à l'appartenance des dirigeants au réseau, car les transactions qui sont réalisées à l'intérieur du réseau présentent des coûts d'agence ou des coûts de transaction moins importants que ceux générés par une transaction à l'extérieur du réseau[160].

Ces différents éléments contribuent à l'enracinement des dirigeants en augmentant leur pouvoir de négociation à l'égard de leurs actionnaires.

Néanmoins les réseaux peuvent également être une contrainte pour les dirigeants qui en font partie. En effet, ils peuvent être incités par les autres membres à limiter leur comportement opportuniste dans la firme car il existe une forme de réputation collective au réseau à laquelle chacun des membres contribue. Dans ces conditions il est possible qu'une certaine forme de discipline existe à l'intérieur du réseau, et que les membres qui nuisent le plus à la réputation collective soient renvoyés ou reniés par les autres membres.

L'établissement de relations informelles avec les partenaires de l'entreprise ou l'appartenance à plusieurs réseaux pose clairement le problème de l'utilisation de la confiance par les dirigeants dans les stratégies d'enracinement.

(3) L'utilisation de la confiance dans les stratégies d'enracinement des dirigeants

La confiance constitue un actif particulier que les dirigeants sont susceptibles d'utiliser dans leur stratégie d'enracinement. La confiance est un actif très spécifique et présente l'avantage d'être fortement lié aux personnes impliquées dans la relation. Il existe différentes approches de la

[160]Cf. la partie su la confiance développée ci-après.

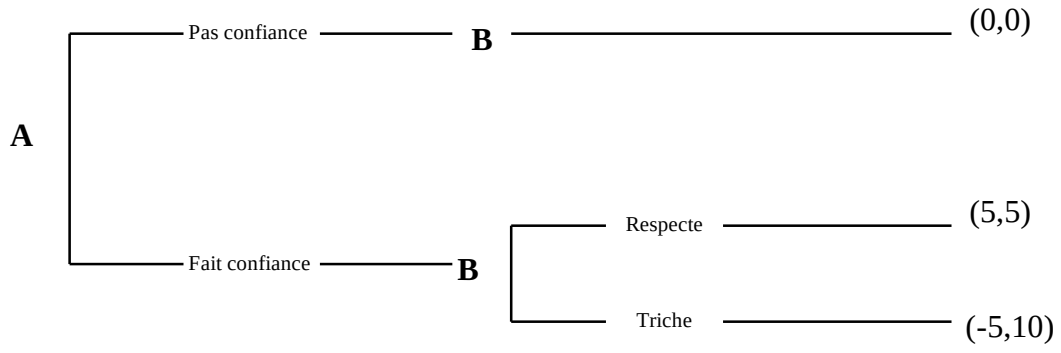
confiance en sciences économiques.

Nous en étudierons trois : celle de Kreps, basée sur la théorie des jeux, puis celle de Breton et Wintrobe qui définissent la confiance comme un actif et enfin les critiques de Williamson sur l'utilisation abusive du mot confiance pour décrire ce qu'il considère relever le plus souvent d'un calcul économique. Nous verrons ensuite quelle utilisation peut être faite de cette notion dans le cadre des stratégies d'enracinement.

(a) Une approche par la théorie des jeux : Kreps[161]

Etudions la situation décrite dans le schéma suivant et l'analyse que Kreps en fait.

Figure 1 : Illustration du jeu de la confiance de Kreps[162]



Dans la situation ci-dessus l'agent A peut choisir de ne pas rentrer en relation avec l'agent B, et donc de ne rien gagner en termes d'utilité. A peut également choisir de rentrer en relation avec B, il choisit de lui donner quelque chose et de lui faire confiance. C'est alors à B de jouer, avec l'alternative suivante :

- respecter la confiance de A, et dans ce cas les deux participants gagnent chacun une utilité de 5, cette situation étant meilleure que celle résultant d'une non-coopération entre les deux agents

- Ne pas respecter la confiance de A, dans ce cas B gagne 10 et A perd 5. Dans cette hypothèse, la situation de A est moins bonne que s'il n'avait pas coopéré et la situation de B est bien meilleure que s'il n'avait pas triché ou si A n'avait pas offert de coopérer.

[161] Pour une approche plus détaillée voir Orléans.A ;(1994) ; "Sur le rôle respectif de la confiance et de l'intérêt dans la constitution de l'ordre marchand", dans la Revue du MAUSS, N°4, 2 e semestre, pp 17-36.

A choisira d'entrer dans la relation s'il a suffisamment confiance en B. Si ce n'est pas le cas, aucun échange n'aura lieu et les participants n'auront aucun gain d'utilité supérieur à celui résultant de l'Etat initial de la nature. Kreps nomme le jeu précédemment décrit le jeu de la confiance, car il décrit de façon simplifiée le problème posé par la confiance dans la formation des liens sociaux.

La situation évoquée ci-dessus peut paraître complexe si on l'analyse dans le cadre de la théorie économique traditionnelle. En effet si on suppose que les agents sont rationnels et qu'ils agissent de façon à maximiser leur utilité, la situation de A se présente comme suit :

- La coopération donne un meilleur résultat (5,5) que l'absence de coopération (0,0). Cependant la coopération implique que B ne triche pas.
- Or une fois la situation de coopération engagée, B a intérêt à tricher puisqu'il gagne plus (-5, 10) que s'il ne trichait pas (5,5).
- Donc B va tricher, ce qui implique que A ne doit pas engager la coopération puisque la situation qui résulte de cette analyse donne une perte d'utilité de -5, ce qui est moins intéressant que l'Etat initial de la nature procurant une utilité nulle.

Pour inciter A à coopérer, B peut lui faire des promesses, mais ces promesses ne seront pas considérées comme crédibles puisque B a un intérêt certain à tricher. La situation est parfaitement bloquée, même si B désire vraiment coopérer.

Kreps propose plusieurs solutions pour sortir de cette impasse.

La première consiste pour les agents à passer un contrat, chacun préférant la solution (5,5) résultant d'une coopération équilibrée à la situation (0,0) résultant de l'Etat initial de la nature. Une fois le contrat passé, il suffit de faire appel à un tiers pour juger si chacun a bien rempli son contrat et prendre les sanctions en cas de non-respect par B des engagements pris. L'appareil judiciaire peut remplir ce rôle. Cependant, plusieurs obstacles peuvent alors apparaître :

- Les coûts de justice, car il faut que les frais de justice soient inférieurs à 5 pour que A décide de coopérer, en effet dans le cas contraire, il se retrouve dans une situation moins intéressante que la situation initiale.

- La deuxième difficulté tient à ce que Kreps appelle l'inobservabilité et la vérifiabilité. Le

[162]Source: Orléans.A; (1994) ; op cité.

problème posé ici est celui de la preuve. En effet B peut avoir rempli son contrat, mais le résultat peut être différent de celui attendu par A en raison des aléas liés à l'environnement. Il faut alors prouver que B a triché ce qui n'est pas toujours possible compte tenu de la difficulté à observer le comportement de B.

Néanmoins, il est possible de trouver une solution à ce problème insoluble dans le cadre théorique économique, il faut pour cela supposer que le jeu est répété plusieurs fois. En effet dans cette perspective, B a intérêt à coopérer, car dans le cas contraire A peut décider de ne plus coopérer avec B, et ce dernier ne pourra plus tirer aucun profit à l'avenir.

Cependant les choses sont plus compliquées et le raisonnement de "backward induction" montre que même dans cette perspective, B n' a pas intérêt à coopérer la dernière fois que le jeu est joué, car A n'a plus la possibilité de le punir pour cela. La menace de sanction ne joue plus contre B, puisque la sanction n'est pas exécutable par A.

On peut alors supposer que A décidera de ne pas faire confiance à B au dernier coup. Si on répète le raisonnement, A ne peut pas faire confiance à B même au premier coup. Bien sûr ceci n'est valable que si le jeu est joué un nombre fini de fois. En revanche, si la fin n'est pas connue avec certitude par les joueurs la coopération peut avoir lieu puisque le raisonnement par "backward induction" ne peut s'appliquer.

Un deuxième mécanisme intervient dans la décision de A de coopérer, c'est celui de la réputation . Kreps définit la réputation d'une façon simplifiée :

- La réputation de B est bonne si B n'a jamais triché
- La réputation de B est mauvaise si B a triché au moins une fois

Pour la suite du jeu, A décide de coopérer avec B lorsque la réputation de B est bonne, dans le cas contraire A refuse toute coopération avec B, même si ce dernier a la volonté de coopérer avec A.

La réputation de B se construit donc en fonction de ses actions passées. La réputation peut prendre une signification particulière si on considère que le jeu est joué plusieurs fois mais par des Ai différents et capables d'observer les actions passées de B. La réputation de B auprès des Ai est

importante pour permettre à B de continuer à avoir une activité.

On remarquera que dans cette analyse, la confiance prend la forme d'un calcul économique et finalement comme le fait remarquer Williamson, le terme de confiance paraît abusif, car dans le modèle présenté plus haut, les individus coopèrent uniquement parce que tel est leur intérêt. La coopération s'arrête dès que l'un des partenaires n' y a plus intérêt. Pour la rendre possible, les différents mécanismes cités (la réputation ou plus généralement la poursuite de la relation) ont pour seul objectif de modifier la matrice des gains d'utilité des joueurs de telle sorte que la rupture de la relation par B lui coûte plus que le fait de respecter les engagements pris.

Williamson[163] fait remarquer que le mécanisme de réputation permet en fait de faire abstraction de la confiance, car le calcul économique peut à lui seul expliquer et justifier la poursuite de la relation de coopération.

Néanmoins l'analyse de Kreps est intéressante à plus d'un titre, tout d'abord il fait apparaître la réputation comme un concept central, permettant d'expliquer la continuation d'une relation de coopération entre différents agents, et met ainsi l'accent sur la durée de la relation et l'intérêt des agents à long terme même lorsque leurs intérêts à court terme sont en conflit. Cette analyse permet de mieux comprendre pourquoi les contrats implicites ou plus généralement l'établissement de relations de confiance avec les partenaires constituent des investissements spécifiques des dirigeants.

L'analyse de Kreps, dans la mesure où elle fait appel à un raisonnement économique rationalise l'approche de la confiance. Cette rationalisation permet de mieux comprendre le comportement de certains agents ou la mise en place de certains mécanismes permettant la continuation ou la protection des échanges entre les agents (procédure d'arbitrage, publication obligatoire de certaines informations, formalisation de certaines transactions...).

Une autre analyse intéressante de la confiance est celle de Breton et Wintrobe, qui décrivent la confiance comme un actif.

---

[163]Williamson.O.E ; (1993) ; Calculativeness, Trust and Economic Organization, Journal of Law & Economics, vol 36 .

(b) L'approche de Breton et Wintrobe

Breton et Wintrobe (1982)[164] ont développé l'étude des relations informelles à l'intérieur des organisations et ont montré combien les relations de confiance établies entre les différents acteurs pouvaient être importantes dans l'explication des phénomènes organisationnels. L'analyse de ces auteurs fournit une approche très intéressante des différences d'efficacité entre des organisations en fonction de leurs structures informelles[165]. Elle permet également de comprendre pourquoi certaines formes organisationnelles apparemment inefficaces peuvent continuer de fonctionner et se révéler parfois très performantes.

Breton et Wintrobe supposent que les individus choisissent leur niveau d'efficacité en fonction de la valeur potentielle de leurs services informels. Dans cette approche, la confiance remplace le cadre légal régissant habituellement les transactions économiques du marché.

Nous allons tenter d'appliquer la théorie de Breton et Wintrobe à l'explication de l'enracinement des dirigeants. Les auteurs centrent leur analyse à l'intérieur des organisations, or notre approche des transactions informelles nécessaires à l'enracinement des dirigeants concernent tous les partenaires de l'entreprise.
La notion de réseaux développée par les auteurs semblent pouvoir s'appliquer pleinement aux relations que les dirigeants désireux de s'enraciner vont créer avec les différents partenaires de la firme.

Breton et Wintrobe donnent deux définitions de la confiance. La première prend la forme d'une conjecture d'un acteur A ayant fait un prêt de 1$ à un acteur B, concernant la probabilité que B le rembourse. Cette conjecture prend la forme d'une probabilité subjective corrélée négativement avec le montant de la transaction. Ceci est lié au fait que plus le gain réalisé par B en cas de rupture du contrat implicite est important, plus il sera incité à rompre le contrat.

164Breton.A et R.Wintrobe ; (1982) ; The logic of bureaucratic conduct, Cambridge University Press.
165Charreaux.G ; (1990) ; La théorie des transactions informelles: une synthèse ;Economies et Sociétés ; Sciences de Gestion N°15.

La deuxième définition donnée par Breton et Wintrobe est plus intéressante pour les stratégies d'enracinement. Les auteurs supposent qu'un acteur A fait une offre de prêt à B, pouvant être interprétée comme un signal du désir de A de faire confiance à B. A souhaite établir des relations avec B d'une part dans l'espoir de retirer des gains des relations futures avec B, d'autre part parce qu'il a une opinion favorable de B.

Pour réaliser la transaction, A va demander un taux d'intérêt ,(i_B) (comprenant le taux d'intérêt sans risque plus une prime de risque) à B inférieur au taux du marché (i_m) compte tenu du risque encouru. Le coût de l'investissement pour A est égal à la différence entre le taux demandé à B et le taux que A aurait pu obtenir en appliquant le taux du marché.
Si B accepte la proposition de A et accepte d'investir dans l'actif de confiance que A souhaite créer, il remboursera A. Le coût pour B sera égal à la différence entre le gain lié au non-remboursement de A et le coût des sanctions que A peut prendre à son égard.

On peut considérer que B sera incité à investir dans l'actif de confiance à partir du moment où le gain retiré de la relation c'est-à-dire la différence entre le taux obtenu et le taux du marché est supérieur au gain lié à la rupture de la relation par B.

Cependant au fur et à mesure que les acteurs investissent dans l'actif de confiance, la probabilité subjective émise par A que B rembourse augmente, ce qui implique que la prime de risque demandée par A diminue. L'existence de la confiance permet une économie des coûts de transaction entre A et B.

(c) Le rôle de la confiance dans l'enracinement

La confiance peut apparaître comme un actif que les acteurs tentent de construire en renonçant à des avantages à court terme pour obtenir des avantages à long terme grâce au développement de relations privilégiées avec les autres agents. La confiance nécessite donc un investissement des acteurs dans la relation qu'ils souhaitent établir avec les autres.

La confiance peut être assimilée à un actif spécifique des dirigeants qui sont à l'origine de la construction de l'actif, puisque les équipes concurrentes ne sont pas en mesure de fournir aux

actionnaires les rentes générées par l'actif de confiance des dirigeants en place. En cas de départ de ces derniers, les nouveaux mandatés devront réinvestir avec les "stakeholders" pour créer un actif de confiance. La perte de temps générée par cette reconstruction va prendre la forme d'une perte monétaire pour les partenaires.

Un investissement de départ qui prend la forme d'une renonciation.

Cet investissement peut prendre la forme d'une renonciation volontaire d'exercer le pouvoir dont ces acteurs disposent sur les autres en vue de manifester leur intention à ces derniers de coopérer. L'investissement de départ ne doit pas être trop important mais il doit néanmoins être suffisant pour manifester clairement l'intention de coopérer aux autres partenaires.

La confiance suppose la renonciation implicite aux moyens de contrôle dont les acteurs initiateurs de l'investissement peuvent se prévaloir à l'égard des personnes avec lesquelles ils désirent bâtir une relation de confiance.

Le gain de la relation de confiance : une économie de coûts d'agence.

Cette renonciation volontaire au contrôle ainsi qu'à l'exercice du pouvoir peut représenter un coût important pour l'investisseur si l'actif ne se construit pas, c'est-à-dire, si les autres acteurs ne répondent pas favorablement à la proposition qui leur est faite. Néanmoins, lorsque la stratégie porte ses fruits, le gain réalisé provient justement de l'économie liée au fait de ne pas exercer de contrôle (ou un contrôle limité) ou de pouvoir sur les partenaires pour obtenir le résultat escompté.

L'économie réalisée par les partenaires va résulter de la réduction des coûts d'agence dans les transactions qui vont suivre l'établissement de la relation de confiance, notamment les coûts d'établissement des contrats, les coûts de recherche d'information, les coûts de contrôle et les coûts de dédouanement.

Ceci implique que la première transaction est risquée (mais pas nécessairement coûteuse) et que les suivantes sont plus économiques. Et c'est cette économie qui va faire que la relation de confiance peut durer entre les acteurs. On peut pourtant supposer que l'un des agents trouve avantage à rompre la relation lorsque le gain marginal qu'il peut ainsi réaliser est supérieur aux gains futurs actualisés qu'il pourrait retirer de la relation.

Une notion importante : la continuité dans le temps de la relation

On introduit ici une notion importante qui est celle de la continuité de la relation. Lorsque la relation est ponctuelle, l'actif de confiance ne peut être créé par les partenaires puisque les gains tirés de la rupture seront toujours supérieurs aux gains actualisés générés dans le futur.

Utilisation de la confiance dans les relations avec les partenaires.

Nous avons remarqué que la confiance pouvait être assimilée à un actif construit par des acteurs. Lorsque les dirigeants sont à l'origine de la construction de l'actif de confiance, ils sont en mesure d'obtenir des différents partenaires des rentes managériales liées à l'économie qu'ils réalisent dans les transactions. Dans la mesure où les relations avec les "stakeholders" sont moins coûteuses pour la firme, celle-ci devra reverser aux dirigeants qui ont établi les relations de confiance une partie des gains résultant de la diminution des coûts d'agence.

La location de l'actif à l'origine des rentes perçues par les dirigeants.

Si la confiance peut être assimilée à un actif, il est important de savoir qui en est le propriétaire. La propriété de l'actif revient aux acteurs intervenant dans la relation.

Les dirigeants sont les co-propriétaires des actifs de confiance, ils représentent donc une valeur importante pour les différents partenaires de la firme et en particulier les actionnaires puisque leur licenciement implique la disparition de l'actif de confiance et la perte des économies de coûts d'agence lors des transactions avec les "stakeholders".

Un paradoxe: L'enracinement des dirigeants grâce aux économies de coût d'agence

Dans ces conditions, on peut supposer que les dirigeants qui ont procédé à de nombreux investissements avec les "stakeholders" seront maintenus au pouvoir par tous les partenaires de la firme puisque chacun d'eux subit une perte en cas de rupture de la relation, et bénéficieront de rentes liées à la location de leur actif de confiance aux différents partenaires de la firme.

La rente managériale perçue pour cette location sera fonction des économies actualisées réalisées dans les transactions futures entre la firme et les différents partenaires, et du pouvoir des dirigeants à l'égard des actionnaires (notion qui prend en compte l'élément précédent ainsi que leur réputation sur le marché de l'emploi et les pressions exercées par les partenaires de l'entreprise sur les

actionnaires de celle-ci pour conserver les dirigeants et maintenir les rentes créées par l'actif de confiance). En fait c'est le pouvoir des dirigeants à l'égard des actionnaires qui va déterminer le partage des gains avec les propriétaires de la firme.

Il est possible de tenir le même raisonnement pour les autres partenaires de la firme. Il faut simplement remarquer que dans ce cas, il n'y a pas de problème d'appropriation des rentes générées par les dirigeants, il s'agit simplement de partager l'économie des coûts d'agence résultant de l'établissement de contrats implicites.

Les dirigeants sont incités à créer ces contrats implicites avec les partenaires dans la mesure où ils valorisent le résultat de ces contrats auprès des actionnaires de l'entreprise. Les partenaires de la firme (fournisseurs, clients, salariés, banques...) réalisent un gain direct en termes d'économie de coût d'agence. Mais le gain des dirigeants est réalisé lorsqu'ils monnayent ces économies de coûts d'agence réalisées dans les relations avec les partenaires auprès des actionnaires pour s'enraciner.

Il est alors intéressant de savoir si les dirigeants ont plus intérêt à utiliser une relation de pouvoir avec les partenaires de l'entreprise qu'une relation de confiance. En effet la relation de pouvoir suppose que les dirigeants utilisent les actifs de la firme pour contraindre les partenaires à faire des concessions. Cette relation existe grâce aux actifs de la firme, ce qui implique qu'une équipe concurrente pourra avoir le même type de rapport avec les partenaires dès lors qu'elle contrôle les actifs de l'entreprise.

Les relations de confiance sont spécifiques aux équipes dirigeantes en place puisque ces dernières refusent volontairement d'utiliser les actifs de la firme pour contraindre les partenaires. Une équipe concurrente ne pourra établir le même type de relation avec les "stakeholders" en prenant le contrôle de l'entreprise, elle devra investir à son tour dans la relation avec les différents partenaires pour dégager les mêmes rentes que les dirigeants précédents.

Pourtant les dirigeants doivent faire face à un problème important :
lorsque les gains dégagés grâce aux relations de confiance avec les partenaires sont inférieurs aux gains dégagés par les relations de pouvoir, une équipe concurrente peut augmenter les profits de la firme en transformant les relations de confiance qui régissent les échanges en relation de

pouvoir[166].

Il est donc possible qu'une équipe dirigeante en place, pour maintenir la valeur de son actif spécifique et être en mesure de le louer aux actionnaires, diminue les forces de négociation de l'entreprise pour éviter qu'une équipe concurrente ne soit en mesure de les remplacer en dégageant un profit supérieur.
Cependant pour que cette stratégie soit efficace, il faut que l'investissement présente un caractère définitif et irréversible ce qui est la caractéristique des investissements spécifiques tels qu'ils sont définis par Shleifer et Vishny (1988).

Il est donc important pour les dirigeants de s'assurer que les équipes concurrentes ne seront pas en mesure d'obtenir de meilleures performances en utilisant avec les partenaires une relation de pouvoir. Pour ce faire l'équipe en place peut tenter de réduire le pouvoir de la firme à l'égard des partenaires en réduisant par exemple l'asymétrie d'information (communication des coûts de production, augmentation de la spécificité des produits commandés, instauration de processus de réévaluation des salaires...). En procédant ainsi, ils atteignent plusieurs objectifs en même temps :

- ils prouvent aux partenaires de la firme qu'ils ont l'intention de coopérer et qu'ils acceptent en conséquence de ne pas utiliser le pouvoir qu'ils possèdent à leur encontre ;
- ils réduisent globalement le pouvoir de la firme à l'égard des "stakeholders" et s'assurent ainsi que les équipes concurrentes ne pourront obtenir de meilleures performances sans établir des relations de coopération avec les partenaires. Ces concurrents ne disposant pas de la réputation suffisante pour établir rapidement des relations de confiance avec les autres acteurs, ils ne pourront pas être productifs à court terme.

Cette stratégie est risquée car les "stakeholders" peuvent tenter de profiter de cette diminution du pouvoir de la firme à leur égard. Mais la confiance peut exister lorsque les relations de pouvoir entre les acteurs sont équilibrées, ce qui suppose que la relation de confiance peut être plus profitable qu'une relation conflictuelle en raison notamment de la diminution des coûts d'agence. De plus, il est possible que les dirigeants à la tête des entreprises partenaires (clients, fournisseurs, banques)

[166]Cf. Schleifer. A et L.H.Summers ; (1988) ; Breach of Trust in hostile takeovers ; in Corporate takeovers: causes and consequences, sous la direction de A.J.Auerbach ; National Bureau of Economic Research ; The University of Chicago Press ; pp 33-64.

souhaitent développer des relations de confiance pour s'enraciner.

Il existe cependant une objection à l'utilisation des relations de confiance comme stratégie d'enracinement.
Si, comme le suppose Williamson, la confiance est un simple calcul économique des acteurs, alors les contrats informels établis par les dirigeants en place avec les partenaires peuvent être continués par leurs successeurs puisque les partenaires réalisent un gain en poursuivant la relation.

Cependant le coût de la construction d'une réputation, en termes de temps et d'investissement peut empêcher les successeurs éventuels de bénéficier des contrats informels de leurs prédécesseurs. En particulier la période nécessaire à la construction de cette réputation implique une rupture dans le temps des contrats implicites.

La réputation des partenaires est l'élément essentiel qui incite chacun des acteurs à entrer dans la relation. Pour que la confiance soit un mode d'organisation efficace, il faut que les coûts d'agence (coûts du contrôle, de la recherche d'information, coûts de dédouanement...) liés au contrat diminuent. Or ces coûts ne pourront décroître si la réputation des acteurs n'est pas suffisamment bien établie pour inciter les autres contractants à renoncer en partie au contrôle.

(4) Conclusion : le renforcement de l'ambiguïté sur la nature de l'enracinement

Les effets mis en avant dans l'analyse qui précède renforcent l'ambiguïté déjà soulignée précédemment sur la nature de l'enracinement des dirigeants pour les actionnaires.

L'enracinement peut avoir des effets positifs pour la richesse des actionnaires en permettant aux dirigeants de bénéficier d'informations privilégiées et de transactions dont les coûts sont moins élevés ce qui implique la possibilité de dégager des rentes supplémentaires dont les actionnaires seront indirectement les bénéficiaires.

Mais les dirigeants peuvent utiliser les effets précédents pour augmenter l'asymétrie d'information avec les actionnaires et accroître ainsi le coût du contrôle de leur gestion. Ils peuvent également

augmenter la dépendance des actionnaires à leur égard en liant étroitement la rentabilité de la firme à leur présence à la direction de celle-ci.

Une autre source de pouvoir importante réside dans l'aptitude des acteurs à faire face à l'incertitude. Il faut remarquer que cette capacité peut être assimilée à une ressource rare.

2/ LA CAPACITE A FAIRE FACE A L'INCERTITUDE

Certains auteurs font remarquer que le pouvoir peut provenir de la capacité d'un acteur à faire face à l'incertitude (Cyert et March (1963)[167] ; Crozier (1963[168])).

Crozier a observé dans la Manufacture des Tabacs que les ingénieurs de maintenance avaient un pouvoir considérable par rapport à leur position hiérarchique. Il expliqua ce phénomène par le fait que les pannes de machines étaient la seule forme majeure d'incertitude, et que les ingénieurs de maintenance avaient en fait un pouvoir de contrôle sur la dernière source d'incertitude de la fabrique dont l'organisation des tâches était parfaitement routinière et la production suffisamment mécanisée pour qu'une panne de machine en bouleverse le processus.

(a) L'ABSENCE DE ROUTINE

La capacité à faire face à l'incertitude est une ressource critique dans les organisations et les dirigeants en sont bien souvent des fournisseurs importants et parfois exclusifs. Knight[169](1921) souligne le fait que les dirigeants doivent prendre des décisions dans un contexte de grande incertitude, souvent non probabilisable[170]. Les organisations ont la possibilité de réduire en partie

[167]Cyert.R.M et J.G.March ; (1963) ; A Behavioral Theory of the Firm ; Englewood Cliffs ; NJ:Prentice Hall.
[168]Crozier.M ; (1963) ; Le phénomène bureaucratique ; Seuil.
[169]Knight.F ; (1921) ; Risk, Uncertainty and Profit ; New York ; Houghton Mifflin Co.
[170]L'incertitude non probabilisable apparaît lorsque l'agent n'a pas la possibilité d'utiliser ses expériences passées pour affecter des probabilités aux événements futurs. Il est impossible dans cette situation de recourir à des méthodes probabilistes pour orienter la décision.

l'incertitude par la mise en place de procédures ou de routines concernant la réalisation de certaines tâches.

Les dirigeants peuvent accroître l'incertitude dans les organisations en évitant de mettre en place ces routines. La consultation obligatoire de la direction par les subordonnés pour la réalisation de tâches routinières permet aux dirigeants de se valoriser dans la mesure où ils lèvent l'incertitude en prenant une décision.
Les dirigeants désireux de s'enraciner vont chercher à compliquer les systèmes de gestion de la firme en diminuant les procédures pouvant affecter les tâches routinières afin de garder une place centrale dans les processus de décision.

(b) L'ASYMETRIE D'INFORMATION

Il faut noter que l'information constitue un élément important de cette stratégie car l'incertitude relève bien souvent d'un manque d'information. Aussi, en augmentant l'asymétrie d'information avec les partenaires, les dirigeants ont la possibilité d'accroître artificiellement l'incertitude qui pèse sur certaines décisions.

La rétention d'information[171] constitue donc un élément important de la stratégie d'enracinement des dirigeants en contribuant à augmenter leur pouvoir de négociation auprès des différents partenaires par le biais d'une valorisation artificielle de leur capacité à faire face à l'incertitude.

A cet égard l'utilisation de structures complexes peut être d'une grande utilité.

(c) LES STRUCTURES COMPLEXES

La mise en place de structures complexes ou la complexification des structures existantes peut constituer une stratégie d'enracinement intéressante pour les dirigeants. L'utilisation de routines organisationnelles sera plus difficile, et la connaissance de la structure plus délicate à acquérir.
Cette complexité peut conférer une certaine spécificité à l'organisation. La complémentarité avec le capital humain des dirigeants sera d'autant plus grande que les équipes concurrentes extérieures à

[171] L'accroissement de l'asymétrie d'information peut permettre aux dirigeants de choisir leur successeur, puisqu'ils devront lui transmettre les connaissances nécessaires au bon fonctionnement de l'entreprise. Cette transmission ne pouvant se faire sans leur participation active, il est difficile de leur imposer un remplaçant.

l'entreprise n'auront pas la possibilité de développer les connaissances nécessaires au bon fonctionnement de la structure.

Il est possible que les dirigeants concurrents proposent aux actionnaires de la firme de simplifier la structure pour en faciliter la gestion. Mais cette simplification n'est pas toujours possible, en particulier lorsque la structure est composée en partie de contrats implicites avec les différents partenaires de la firme.

Une structure complexe présente également des avantages en termes d'asymétrie d'information pour les dirigeants. L'information sera plus difficile à appréhender et une vision globale des performances de l'entreprise plus coûteuse à obtenir. Les dirigeants ayant mis ces structures en place valoriseront leur position à l'égard des différents partenaires de la firme en devenant les fournisseurs exclusifs d'une ressource rare, l'information synthétique sur l'entreprise.

La complexité de l'organisation va engendrer une augmentation du coût du contrôle pour les actionnaires, les temps d'audit ainsi que la qualification des auditeurs devront être plus importants. La synthèse des informations sera également plus difficile à réaliser et sa fiabilité moins grande. La méconnaissance des contrats informels peut introduire des biais considérables dans l'évaluation des performances de la firme ou de ses perspectives.
Ces différents éléments vont augmenter considérablement le coût du contrôle de la gestion de la firme pour les partenaires et diminuer leur motivation à l'exercer, surtout si les rendements du contrôle sont décroissants. En procédant ainsi, les dirigeants mènent une stratégie d'enracinement efficace puisqu'elle contribue à diminuer les contraintes pesant sur leur gestion, leur autorisant ainsi une plus grande liberté dans l'organisation des actifs de l'entreprise.

Les structures complexes permettent donc aux dirigeants d'augmenter leur pouvoir à l'égard des différents partenaires de la firme en accroissant l'asymétrie d'information. L'utilisation des contrats implicites ainsi que l'hétérogénéité des aspirations des "stakeholders" permettent aux dirigeants d'occuper une place centrale dans les processus de décision.

3/ L'INTERDEPENDANCE DES ACTEURS ET L'HETEROGENEITE DE LEURS OBJECTIFS OU DE LEURS CROYANCES

L'interdépendance des acteurs est un élément essentiel du pouvoir, car la répartition du pouvoir entre ces acteurs va dépendre du degré de dépendance des uns par rapport aux autres. Cette dépendance mutuelle va permettre la répartition des pouvoirs et la définition des stratégies des différents protagonistes (coopération, concurrence, évitement...).

Les dirigeants ont une place centrale puisqu'ils sont le lien existant entre les différents partenaires de la firme. Ils sont au centre du noeud de contrats implicites et explicites qui lient les partenaires à l'entreprise et sont les mieux placés pour faire correspondre ou non les intérêts de chacun avec l'intérêt général. Ils sont les seuls partenaires à entrer en contact avec tous les autres, et à disposer d'un contrôle direct sur les actions de la firme[172].

Hill et Jones[173] (1992) remarquent "*qu'une asymétrie d'information existe entre les managers et les "stakeholders". En tant qu'"insiders", les dirigeants sont en position de filtrer ou de déformer l'information qu'ils fournissent aux autres partenaires de la firme. Le contrôle qu'ils exercent sur les informations critiques complique le problème de l'agence. Les "stakeholders" ont plus de difficultés à évaluer si les dirigeants agissent dans leur intérêt."*

L'hétérogénéité des objectifs des différents partenaires va permettre aux dirigeants de se placer en position d'arbitre et d'entretenir des relations privilégiées avec les différents "stakeholders". Cette position confère aux dirigeants un pouvoir important auprès des autres acteurs.

Cependant, ceci suppose que les différents partenaires ne puissent établir de relations directes entre

[172]Hill.C.W.I et T.M.Jones (1992) ; Stakeholder-Agency Theory ; Journal of Management Studies ; Vol 29 ; N°2 ; pp 131-154.

eux et laissent aux dirigeants la position d'intermédiaire ou de médiateur, car dans le cas contraire l'asymétrie d'information diminue, et l'équipe managériale n'est plus en mesure d'utiliser les objectifs des différents "stakeholders" pour réaliser sa stratégie d'enracinement.

Ainsi lorsque les banquiers de l'entreprise deviennent actionnaires de celle-ci et siègent au conseil d'administration, les dirigeants n'ont plus la possibilité d'utiliser la divergence d'objectif des différents partenaires ainsi que l'asymétrie d'information existant entre eux pour se valoriser auprès de chacun et s'enraciner.

En conséquence on peut supposer que les dirigeants vont tenter de maintenir l'asymétrie d'information entre les différents protagonistes afin de garder une place centrale dans le processus de décision. Il faut noter que lorsque l'asymétrie diminue, il leur est possible de trouver de nouveaux partenaires afin de recréer une position de force et de maintenir leur pouvoir au sein de l'entreprise.

Le tableau suivant illustre la place centrale de l'asymétrie d'information dans le processus d'enracinement.

---

[173]Hill.C.W.I et T.M.Jones (1992) page 140.

Tableau 6 : Analyse du rôle de l'asymétrie d'information dans les stratégies d'enracinement des dirigeants

ELEMENT INTERVENANT DANS LA STRATEGIE D'ENRACINEMENT	STRATEGIES	EFFETS
Partenaires de l'entreprise	Accroissement du nombre	• Augmentation de l'asymétrie d'information • Augmentation des rentes managériales
Contrats implicites	Accroissement du nombre	• accroissement des rentes managériales • Augmentation de l'asymétrie d'information • Augmentation de la spécificité du capital de l'entreprise
Hétérogénéité des objectifs des partenaires	Accroissement	• Augmentation de l'asymétrie d'information
Structure organisationnelle	Complexité	• Augmentation de l'asymétrie d'information • Elimination de la concurrence externe

La dépendance des acteurs par rapport aux autres est l'élément central autour duquel s'articulent les stratégies d'enracinement des dirigeants. L'objectif de ces stratégies est de modifier l'environnement en intervenant sur la dépendance des différents partenaires à l'égard des dirigeants en place.

4/ UN MODELE SIMPLE EN TERMES DE DEPENDANCE

Deboislandelle[174] (1994) expose un modèle simple de dépendance entre les acteurs.
Il définit la dépendance comme "*une absence d'alternative décisionnelle dans un jeu social*".[175]

L'auteur s'intéresse dans un premier temps aux sources de la dépendance. Il reprend trois éléments dont l'importance a déjà été soulignée précédemment[176] :

- La concentration
- la substituabilité
- l'essentialité au regard d'une ressource particulière.

La concentration est définie par le nombre d'acteurs distincts détenteurs d'une même ressource impliquée dans une relation d'échange. Si un seul acteur est détenteur de la ressource, il y a concentration, dans le cas contraire il y a dispersion de la ressource.
La substituabilité correspond à la possibilité de recourir à des ressources alternatives ou pour la même ressource à des échangistes différents.
L'essentialité est définie comme l'impossibilité d'évitement d'une ressource pour un des acteurs (soit au titre de fournisseur, soit au titre d'acquéreur) et à l'inverse, la non essentialité, est définie comme la possibilité de renoncer à la livraison ou à l'acquisition d'une ressource.

[174]Deboislandelle.H.M ; (1994) ; Le management politique des ressources humaines: dépendance et mix-social ; Economies et sociétés ; Série Sciences de Gestion ; N°20 ; pp 141-159.
[175]op cité ; p144.
[176]Cette analyse est très proche de celle de Pfeffer (1980) ou de celle de Williamson concernant les actifs spécifiques.

(a) ESTIMATION DE L'IMPORTANCE DE LA RESSOURCE POUR UN ACTEUR

L'estimation de l'importance d'une ressource Ri pour un acteur A :A(IRi) va prendre en compte plusieurs éléments :

1. L'objectif atteint avec l'aide de la ressource Ri : Ri (ORi)
2. L'objectif atteint sans l'aide de la ressource Ri : Ri (0)

L'importance de la ressource Ri pour l'acteur A peut alors être estimée de la façon suivante :

$$A(IRi) = \frac{[Ri(ORi) - Ri(0)]}{Ri(0)}$$

(b) L'ESTIMATION DE LA SUBSTITUABILITE D'UNE RESSOURCE

La substituabilité d'une ressource prend en compte le nombre de sources alternatives auprès desquelles les acteurs ont la possibilité de s'approvisionner pour la ressource Ri.

Soit SRi la substituabilité de la source d'approvisionnement B pour la ressource Ri:

$$SRi = \frac{1}{n+1}$$

avec :

n : le nombre de source alternative à la source B.

(c) LA PRISE EN COMPTE DES RESSOURCES ALTERNATIVES

Si on prend en compte les ressources alternatives, on peut ajouter aux éléments définis précédemment la substituabilité des ressources.

Soit m le nombre de ressources alternatives à la ressource Ri :

$$SRi / Rm = \frac{1}{m+1}$$

(d) CALCUL DE LA DEPENDANCE D'UN ACTEUR PAR RAPPORT A UN AUTRE

La dépendance de A par rapport à B résultant de l'acquisition ou de la cession d'une ressource Ri sera donnée par la relation suivante :

$$DRi = IRi \times SRi \times SRi \,/\, Rm$$

soit

$$DRi = \frac{[Ri(ORi) - Ri(0)]}{Ri(0)} \times \frac{1}{n+1} \times \frac{1}{m+1}$$

avec :

Ri(ORi) : l'objectif atteint avec la ressource Ri

Ri(0) : l'objectif atteint dans la ressource Ri

n : le nombre de sources alternatives à la source initiale

m : le nombre de ressources alternatives à la ressource Ri

Il faut remarquer que cette relation ne concerne qu'un des acteurs, or il faut tenir compte de la contribution nette de chacun en termes de dépendance, néanmoins ce modèle peut être utile à la compréhension des stratégies d'enracinement des dirigeants.

En particulier ces derniers ont la possibilité d'accroître la dépendance des actionnaires à leur égard en intervenant sur leur environnement, ce qui a pour effet de modifier les trois termes de l'équation précédente.

Le tableau suivant illustre l'application du modèle aux stratégies d'enracinement

Tableau 7 : Analyse des stratégies d'enracinement en termes de dépendance

TERME DE L'EQUATION	OBJECTIF	STRATEGIES POSSIBLES
$A(IRi) = \frac{[Ri(ORi) - Ri(0)]}{Ri(0)}$	Augmenter A(IRi) (accroissement des rentes managériales)	• Investissements spécifiques au capital humain des dirigeants • Développement des relations informelles avec les partenaires
$SRi = \frac{1}{n+1}$	Augmenter SRi (développement du capital humain des dirigeants)	• Investissements spécifiques au capital humain des dirigeants • Développement de l'asymétrie d'information
$SRi / Rm = \frac{1}{m+1}$	Augmentation de SRi/Rm (élimination de la concurrence)	• Investissements spécifiques au capital humain des dirigeants • Développement des relations informelles avec les partenaires • Elimination de la concurrence interne • Elimination de la concurrence externe

Le pouvoir n'est pas le seul élément que les dirigeants doivent prendre en compte pour s'enraciner, car leur réputation sur le marché de l'emploi va conditionner leur pouvoir à l'égard des différents partenaires de l'entreprise et donc leurs stratégies d'enracinement. En particulier la réputation des dirigeants sur le marché de l'emploi va conditionner la dépendance de ces derniers à l'égard de la firme.

II. LA REPUTATION : LE COUT DE LA STRATEGIE D'ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS

Du fait de son interaction avec le pouvoir, la réputation est le deuxième élément essentiel du modèle.

A) DEFINITIONS

Les effets de la réputation interviennent à deux niveaux :

- la création de contrats implicites ou de relations de confiance avec les partenaires
- la possibilité pour les dirigeants de retrouver du travail en cas de licenciement.

Le concept de réputation utilisé sera différent suivant le niveau auquel on se place.

1/ LA REPUTATION AUPRES DES PARTENAIRES

La réputation auprès des partenaires peut être définie comme la volonté des dirigeants de respecter leurs engagements. On retrouve ici le concept de réputation défini par Kreps, les dirigeants ont une bonne réputation s'ils ont respecté leurs engagements passés avec tous les partenaires. Cette forme de réputation est indispensable à l'établissement de contrats implicites.

Nous avons vu précédemment que ces contrats pouvaient être des sources de rentes managériales importantes. Ces rentes étant en partie à l'origine du pouvoir des dirigeants en leur permettant de se différencier de la concurrence, le lien entre leur réputation auprès des partenaires et leur pouvoir à l'égard des actionnaires est donc direct.

Cependant une autre forme de réputation peut modifier fortement le pouvoir des dirigeants à l'égard des actionnaires.

2/ LA REPUTATION SUR LE MARCHE DE L'EMPLOI

La réputation des dirigeants sur le marché de l'emploi est l'élément qui va influencer le plus fortement leur pouvoir à l'intérieur de la firme. Comme nous l'avons vu précédemment le pouvoir peut être apprécié en termes de dépendance réciproque des acteurs. La substituabilité des ressources essentielles est l'élément central de l'analyse. Pour les actionnaires, les dirigeants constituent une ressource essentielle dès lors qu'ils sont enracinés, leurs investissements spécifiques impliquent une perte de richesse pour les propriétaires de la firme et les différents partenaires en cas de rupture de leur contrat.

Pour les dirigeants, l'entreprise constitue également une ressource essentielle puisqu'elle est à l'origine de leurs revenus, ou plus globalement de leur richesse (en incluant la valorisation du capital humain). Leur dépendance à l'égard de cette ressource sera moins forte s'ils ont la possibilité de retrouver à tout moment un emploi aux mêmes conditions dans une autre entreprise. Ce qui implique que leur valeur sur le marché du travail soit la même que leur valeur dans l'entreprise qu'ils dirigent.

Cette valeur sur le marché de l'emploi correspond à la réputation des dirigeants sur ce même marché. Or, ce sont les actionnaires[177] qui vont juger de leur valeur. Ils vont procéder à leur évaluation en tenant compte de leurs performances en termes de gestion, de leurs réseaux de relations mais également de leur opportunisme et de leurs comportements précédents.

Il est logique que le marché de l'emploi sanctionne les dirigeants qui ont mené des stratégies d'enracinement, car il est important pour les actionnaires d'avoir la possibilité de recruter l'équipe la plus performante à tout moment.
Les stratégies d'enracinement, en instaurant des barrières à l'entrée pour les équipes concurrentes ou des barrières à la sortie pour les propriétaires de l'entreprise empêchent le marché de l'emploi de fonctionner efficacement. Il est donc probable que les actionnaires seront peu incités à engager des dirigeants qu'ils ne seront pas en mesure de remplacer par une équipe performante sans subir une perte de richesse.

[177]Tous les actionnaires présents sur le marché, et pas seulement les actionnaires de l'entreprise dans laquelle officient les dirigeants évalués.

De même l'opportunisme des dirigeants en termes de prélèvements sous forme d'avantage en nature ou de rémunération devrait nuire à leur réputation sur le marché du travail[178].
Ainsi, les dirigeants ayant eu des performances faibles lors des périodes précédentes seront faiblement valorisés par le marché de l'emploi. Leur chance de retrouver un emploi équivalent à celui qu'ils occupent dans l'entreprise sera faible. Ils seront alors très dépendants de la firme.

Cette dépendance à l'égard de la firme va modifier leurs relations de pouvoir avec les actionnaires. La dépendance réciproque étant plus forte, les dirigeants ne pourront pas menacer les actionnaires de quitter l'entreprise puisqu'ils perdraient ainsi une part importante de leur richesse. Ils sont en fait prisonniers de l'entreprise qu'ils dirigent.

3/ LE LIEN ENTRE LES DEUX FORMES DE REPUTATION

Il faut remarquer qu'il existe un lien entre les deux formes de réputation, les actionnaires peuvent apprécier favorablement que les dirigeants tiennent leurs engagements en termes de versements de dividendes, de rentabilité... De plus, la bonne performance des dirigeants peut inciter les partenaires à établir des contrats implicites pour bénéficier en partie de leur notoriété ou de leur bonne réputation.

L'augmentation des contrats implicites peut permettre aux dirigeants d'accroître la rentabilité de l'entreprise et de valoriser leur capital humain sur le marché de l'emploi en bénéficiant de réseaux ou de relations informelles potentiellement profitables pour de futurs employeurs.

Les dirigeants ont la possibilité d'utiliser la politique d'investissement pour construire leur réputation auprès des différents partenaires.

B) REPUTATION DES DIRIGEANTS ET INVESTISSEMENTS

[178]Il faut noter que ces prélèvements sont souvent méconnus et relativement marginaux par rapport aux profits de la firme, cependant les actionnaires peuvent souhaiter contrôler la rémunération des dirigeants pour mettre en place des systèmes d'incitation à la performance. Ces systèmes incitatifs seront totalement inefficaces si l'équipe dirigeante a la possibilité d'augmenter ses prélèvements en toute indépendance.

Pour préserver leur réputation ou la construire, les dirigeants sont parfois amenés à entreprendre des investissements qui ne maximisent pas la richesse des actionnaires, les effets recherchés devant apparaître à court terme.

Les dirigeants sont très directement concernés par l'évaluation de leur gestion par le marché de l'emploi car leur réputation conditionne leur pouvoir de négociation auprès des différents partenaires, et en particulier des actionnaires. Plus ce pouvoir de négociation est important, plus ils seront en mesure de s'enraciner et d'accroître leur rémunération, leur sécurité ou leur liberté d'action. Ils disposent d'informations privilégiées sur la rentabilité des différents investissements entrepris. Les partenaires ne peuvent pas observer de façon précise les choix d'investissement des dirigeants, ce qui laisse à ces derniers une marge de manoeuvre importante pour suivre des politiques qui ne maximisent pas la richesse à long terme des "stakeholders" et des actionnaires.

La réputation des dirigeants peut, selon Hirschleifer (1993)[179] être le résultat de leur politique d'investissement.

Plusieurs raisons justifient cette affirmation :

- Il existe un problème d'horizon qui oblige les dirigeants à avoir des indicateurs de performance à court terme satisfaisants.

- La modification de la date d'arrivée des résultats peut être importante pour la réputation à court terme, ce qui incite les dirigeants à différer l'annonce des mauvais résultats et à avancer l'annonce des résultats satisfaisants.

- Le mimétisme, qui peut inciter les dirigeants à réaliser les mêmes actions que celles qui sont entreprises par les meilleures équipes dirigeantes et à éviter les actions réalisées par les plus mauvaises.

Ces différentes incitations vont parfois contraindre les dirigeants à investir dans des projets qui leur permettront de maintenir ou d'améliorer leur réputation mais qui ne seront pas nécessairement rentables pour les actionnaires ou les différents partenaires de la firme.

179Hirshleifer.D ; (1993) ; Managerial Reputation and Corporate Investment Decisions ; Financial Management ; pp

Ainsi des investissements à valeur actualisée nette négative pourront être entrepris pour faire croire aux différents partenaires que l'entreprise dispose d'opportunités d'investissement rentables. De même des investissements dont la rentabilité à court terme pourra être considérée comme très satisfaisante pourront être engagés alors que leur rentabilité sur le long terme ne sera pas bonne...
La première incitation concernant le problème d'horizon court terme a déjà été signalée par Shleifer et Vishny (1990)[180].

Il peut paraître surprenant que les actionnaires souhaitent que les dirigeants investissent dans des projets dont les effets se font sentir à court terme cependant il existe au moins trois raisons qui justifient ce comportement :

- certains investisseurs peuvent souhaiter vendre leurs actions à court terme, pour ce faire ils ont besoin que le prix des actions soit le plus élevé possible.

- Si la firme prévoit d'émettre de nouvelles actions, une bonne réputation à court terme lui permettra de le faire au meilleur prix, pour le plus grand profit des anciens actionnaires.

- Le prix auquel une entreprise est vendue lors d'une prise de contrôle est d'autant plus élevé que la firme a une bonne réputation .

III. CONCLUSION

Nous allons à présent tenter de modéliser les stratégies d'enracinement des dirigeants en utilisant les concepts de pouvoir et de réputation développés précédemment.

145-159 .
180Shleifer.A et R.W.Vishny ;(1990) ; Equilibrium Short Horizons of Investors and Firms ; American Economic Review ; vol 80 ; pp 148-153 .

CHAPITRE II. ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS, ARBITRAGE ET EVOLUTION DES STRATEGIES AU COURS DU TEMPS

I. MODELISATION STATIQUE DE L'ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS

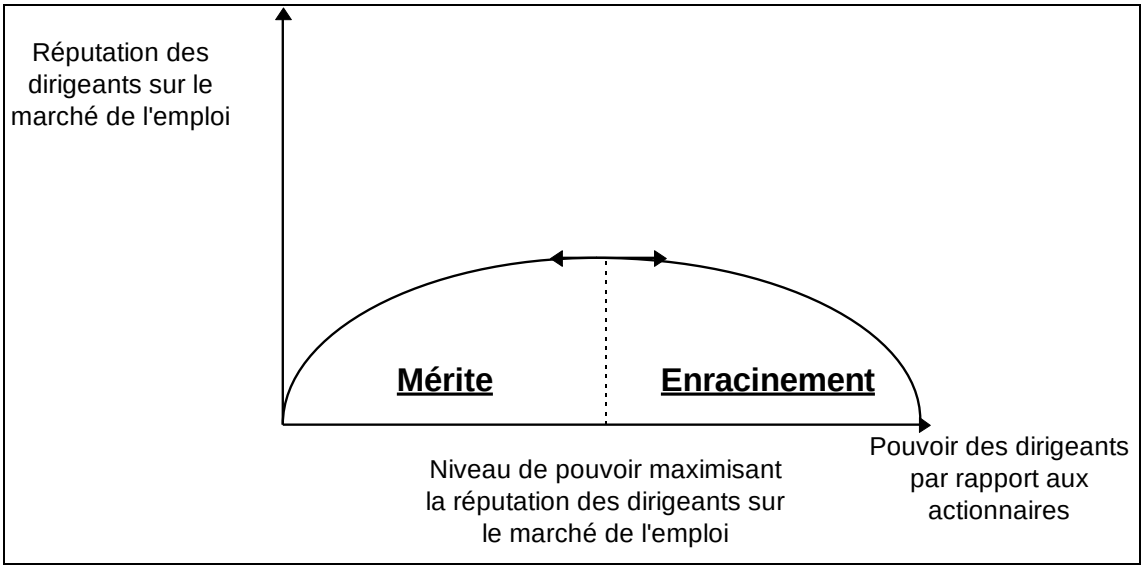
Nous allons supposer que les dirigeants doivent procéder à différents arbitrages afin de maximiser leur utilité. Les choix des dirigeants vont porter sur le pouvoir dont ils souhaitent disposer sur les actionnaires, leur réputation sur le marché de l'emploi et les différents avantages qu'ils peuvent retirer de l'entreprise (rémunération, avantage en nature, liberté d'action, sécurité).

Dans un premier temps il est nécessaire d'établir un lien entre la réputation des dirigeants sur le marché de l'emploi et le pouvoir dont ils disposent sur leurs actionnaires.

A) LA RELATION ENTRE LE POUVOIR ET LA REPUTATION

Si on suppose que la réputation des dirigeants sur le marché de l'emploi n'a aucun effet sur leur pouvoir de négociation auprès des actionnaires, les conséquences de l'enracinement des dirigeants sur leur réputation pourraient être symbolisées par le schéma suivant.

Figure 2 : Illustration du lien entre la réputation des dirigeants et leur pouvoir auprès des actionnaires



Le marché attribue une bonne réputation aux dirigeants lorsque leur pouvoir sur les actionnaires est proportionnel à leur mérite (en termes de performance), cependant lorsque les dirigeants disposent de trop de pouvoir sur leurs actionnaires le marché de l'emploi les sanctionne pour cause d'enracinement[181].

Dans la réalité, la situation est assez différente, car la réputation des dirigeants sur le marché de l'emploi n'est pas sans influence sur leur pouvoir auprès des actionnaires[182]. En effet si les dirigeants ne sont plus en mesure de retrouver un emploi équivalent à celui qu'ils occupent du fait de leur réputation, leur pouvoir de négociation auprès des actionnaires diminue.

Ceci s'explique par les relations de dépendance déjà évoquées précédemment. Lorsque la réputation des dirigeants sur le marché de l'emploi est mauvaise, la dépendance de ces derniers à l'égard de la firme augmente. La dépendance réciproque entre les actionnaires et les dirigeants s'est donc modifiée favorablement pour les propriétaires de l'entreprise. Les dirigeants ne peuvent plus quitter la firme sans subir des pertes de richesse importantes, ils sont donc incités à rester. La dépendance des actionnaires à l'égard du capital humain des dirigeants est donc compensée par la dépendance de

[181]Il est logique que les dirigeants ayant réalisé de bonnes performances dans le passé bénéficient d'une plus grande liberté d'action et puissent entreprendre certaines actions sans consulter nécessairement le conseil d'administration. En revanche, il peut paraître exagéré que les dirigeants prennent des décisions qui vont à l'encontre de l'intérêt des actionnaires. Ainsi l'absence de bras droit ou une concentration excessive de l'information entre les mains de l'équipe dirigeante accroît considérablement le risque des actionnaires de la firme en cas de disparition prématurée de leurs agents. Le risque est encore plus fort si l'équipe en place est âgée.

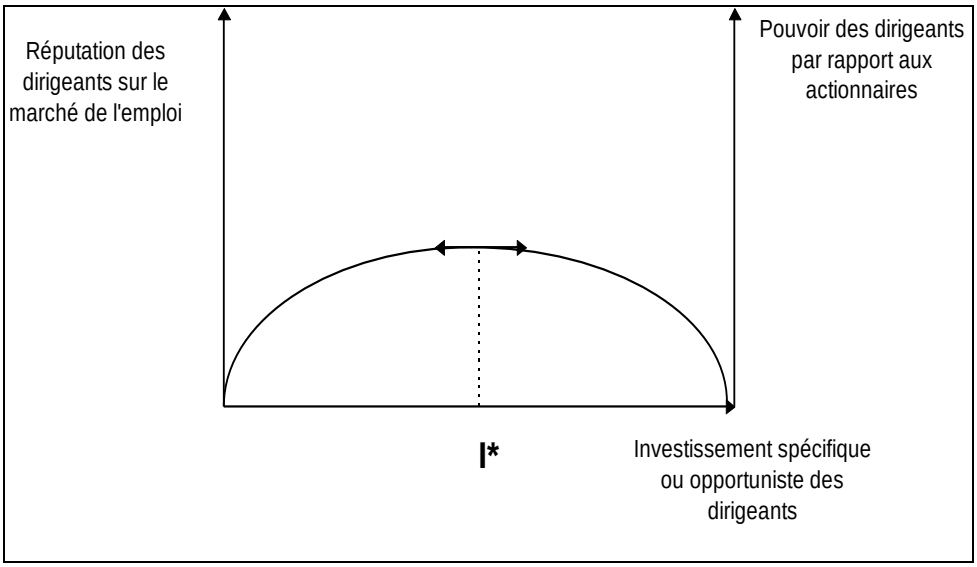
[182]Les différentes affaires judiciaires qui ont secoué le patronat français ces dernières années en sont une bonne illustration. La diminution de la réputation des dirigeants impliqués par la justice a provoqué des crises de pouvoir à l'intérieur de leurs entreprises, les obligeant à faire des concessions et à prendre par exemple un bras droit ou un

ceux-ci à l'égard de la firme.

Les dirigeants vont donc devoir optimiser leur pouvoir auprès des actionnaires en tenant compte des effets de réputation sur le marché de l'emploi.

successeur (cf. G.Dejouany à la Compagnie Générale des Eaux, D.Pineau Valencienne pour Schneider en 1994).

Figure 3 : Illustration du lien entre Pouvoir et Réputation des dirigeants



On peut remarquer que la dépendance des dirigeants à l'égard de la firme va diminuer au cours du temps. En effet les dirigeants proches de la retraite seront moins sensibles aux effets de réputation sur le marché de l'emploi puisque leur probabilité de se représenter sur celui-ci est faible.

Cet arbitrage entre pouvoir et réputation permet en fait de dégager théoriquement un optimum d'investissement spécifique.

Cependant la remarque précédente implique que I* va augmenter au cours du temps puisque la sensibilité des dirigeants aux effets de réputation va diminuer avec leur probabilité de se représenter sur le marché de l'emploi.

Les dirigeants vont devoir procéder à un deuxième arbitrage concernant les avantages qu'ils souhaitent retirer de leur situation d'enracinement.

B) L'ARBITRAGE ENTRE LES DIFFERENTS AVANTAGES PROCURES PAR L'ENRACINEMENT

Les dirigeants doivent arbitrer entre leur rémunération (incluant les avantages en nature) et leur sécurité d'emploi. En effet un accroissement de leur rémunération peut inciter les équipes concurrentes à postuler pour la gestion des actifs de la firme. De plus, à performances équivalentes, les dirigeants concurrents peuvent se révéler plus compétitifs en acceptant une rémunération

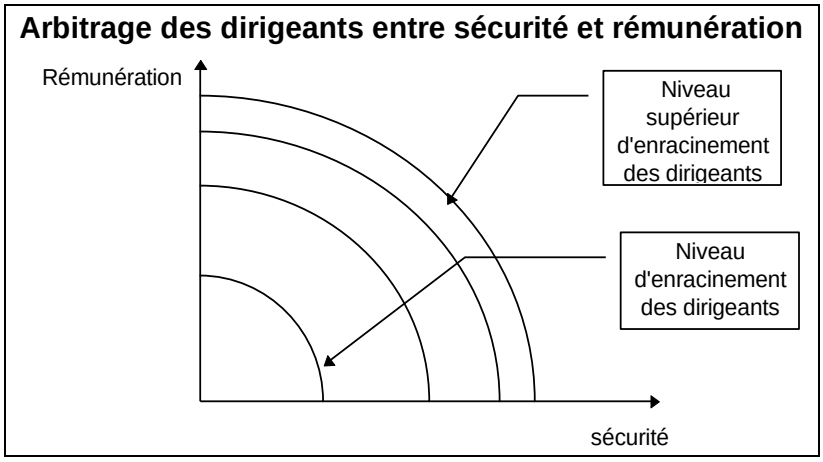
inférieure.

Un accroissement de la rémunération des dirigeants provoque donc un accroissement de la concurrence interne et externe pour le poste qu'ils occupent. Cependant ce raisonnement est valable pour un niveau d'enracinement donné.

Pour augmenter à la fois leur rémunération et leur sécurité d'emploi, les dirigeants peuvent augmenter leur niveau d'enracinement. Pour cela ils vont réaliser des investissements spécifiques ou opportunistes afin d'accroître la dépendance des actionnaires à leur égard.

Il est possible de schématiser cet arbitrage de la façon suivante.

Figure 4 : L'arbitrage des dirigeants entre sécurité et rémunération



Les dirigeants doivent également réaliser un arbitrage entre les avantages qu'ils souhaitent retirer et le pouvoir qu'ils souhaitent conserver à l'égard des actionnaires.

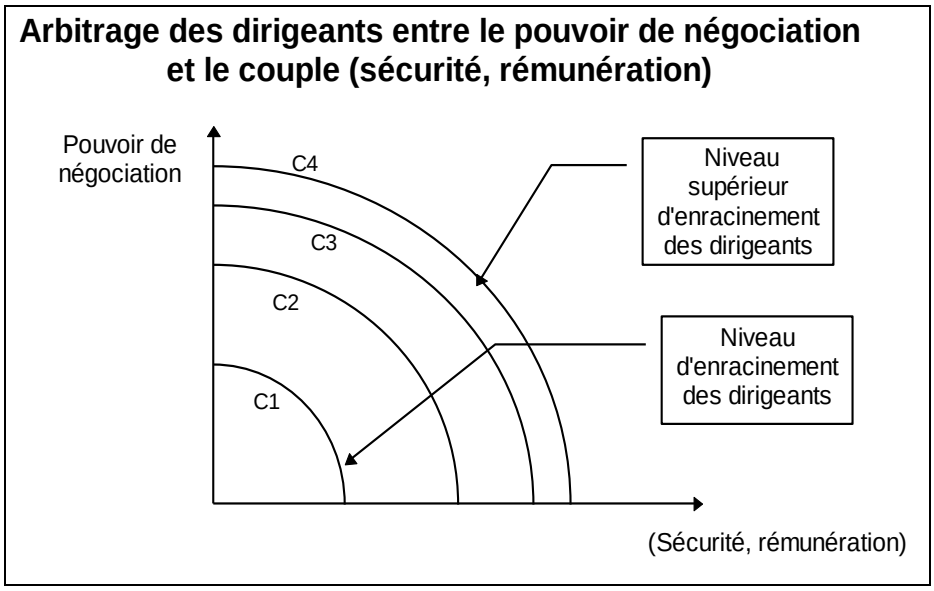
C) L'ARBITRAGE DES DIRIGEANTS ENTRE LE POUVOIR ET LA REMUNERATION OU LA SECURITE

Le pouvoir des dirigeants à l'égard des actionnaires et des différents partenaires de la firme leur permet de négocier auprès de ces derniers les avantages qu'ils vont pouvoir consommer. Le pouvoir de négociation des dirigeants peut donc être assimilé à une consommation potentielle ou différée.

Les dirigeants vont tenter d'accroître leur pouvoir de négociation auprès des actionnaires et des différents partenaires de la firme par le biais de l'enracinement afin d'augmenter leur consommation à l'intérieur de l'entreprise. Cependant l'utilisation de ce pouvoir à des fins opportunistes va contribuer à le diminuer.

Cette diminution implique que les dirigeants auront moins de liberté pour gérer la firme et qu'ils ne seront plus nécessairement en mesure de réaliser les investissements qu'ils désirent sans l'avis des actionnaires. Cette diminution de pouvoir peut impliquer à plus ou moins long terme une diminution des avantages acquis en termes de rémunération ou de sécurité.

Figure 5 : Présentation des différents arbitrages des dirigeants



L'augmentation de l'enracinement va permettre aux dirigeants d'augmenter les résultats de l'arbitrage en passant d'un niveau de choix C1 à un niveau de choix supérieur C2.

D) LA FONCTION D'UTILITE DES DIRIGEANTS

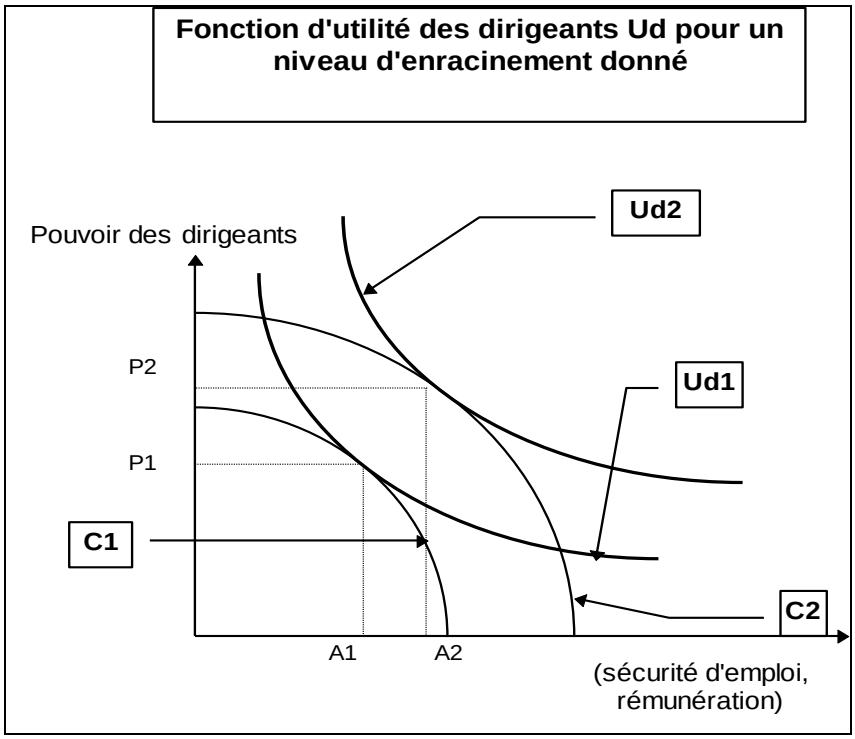
Nous allons supposer que la fonction d'utilité des dirigeants prend en compte le pouvoir et les différents avantages qu'ils peuvent retirer de l'entreprise en termes de rémunération, d'avantages en nature ou de sécurité.

Ud= U(Pouvoir, Avantages)

Des investissements spécifiques rentables vont permettre aux dirigeants d'accroître leur rémunération et leur sécurité tout en améliorant la richesse des actionnaires et leur réputation sur le marché de l'emploi .

Mais cette amélioration de la réputation des dirigeants et de leur pouvoir va entraîner un nouvel arbitrage entre les avantages qu'ils peuvent obtenir de l'entreprise et le pouvoir de négociation qu'ils souhaitent conserver. S'ils consomment trop par rapport à leurs performances, leur pouvoir diminue, ainsi que leur réputation.

Figure 6 : Illustration de la fonction d'utilité des dirigeants



Lorsque les dirigeants augmentent leur enracinement ou leurs performances la courbe de choix passe de C1 à C2, leur permettant ainsi d'augmenter leur utilité.

Dans l'exemple ci-dessus, lorsqu'une équipe de dirigeants augmente son investissement spécifique rentable, elle augmente ses performances en termes de profit et sa réputation sur le marché de l'emploi. Avant cet accroissement de l'investissement spécifique rentable, la courbe d'utilité des dirigeants Ud1 est tangente à C1. Après l'investissement spécifique, ils augmentent leur utilité, la courbe Ud2 est tangente à C2 .

Initialement les dirigeants avaient choisi la combinaison (A1 ;P1) et ne pouvaient augmenter A sans diminuer P et réciproquement. Le passage à Ud2 grâce à l'augmentation de l'investissement spécifique rentable va leur permettre de choisir (A2 ;P2) avec A2>A1 et P2>P1. L'investissement spécifique rentable permet d'augmenter leur utilité.

Les investissements opportunistes non rentables peuvent produire des effets similaires. La

diversification des activités de l'entreprise peut augmenter l'asymétrie d'information[183] ainsi que la difficulté du contrôle sur la gestion des dirigeants. Les agents bénéficieront alors d'une plus grande liberté dans la gestion de la firme et d'un accroissement de leur pouvoir lié à la quantité d'information supplémentaire qu'ils possèdent par rapport aux actionnaires.

Pourtant ces investissements ne pourront être réalisés si le pouvoir des dirigeants n'est pas suffisant pour contraindre les partenaires à accepter la réalisation d'un investissement qui ne maximise pas leur richesse.

Le modèle statique décrit précédemment présente un certain intérêt, notamment en permettant de faire ressortir les arbitrages des dirigeants et donc implicitement les coûts de leur stratégie à travers leur réputation sur le marché.
Les stratégies d'enracinement, dans la mesure où elles consistent à modifier les rapports de pouvoir entre les partenaires de la firme et les dirigeants, s'élaborent nécessairement à moyen ou long terme. En effet il est peu probable que des modifications rapides de ces rapports puissent se produire. A ce titre les stratégies d'enracinement apparaissent comme une construction au cours du temps du pouvoir des dirigeants sur les partenaires de la firme.

Plusieurs éléments sont à prendre en compte :

- l'apprentissage des acteurs, qui leur permet de mieux connaître les réactions des autres au cours du temps
- la possibilité pour les dirigeants de s'enraciner de plus en plus
- la variété des comportements possibles en fin de carrière.

Nous ne proposerons pas de modélisation formalisée dans cette partie pour plusieurs raisons :

- les stratégies d'enracinement s'élaborent au cours du temps, mais les dirigeants tirent parti des opportunités qui se présentent en termes d'investissement, de conjoncture, d'environnement, de réseaux ... Bon nombre de ces opportunités ne sont pas probabilisables. De plus on peut considérer que les dirigeants peuvent créer certaines de ces opportunités grâce à leurs compétences ou leurs relations.

[183] J.E.Stiglitz et A.S.Edlin ; (1992) ; Discouraging Rivals: Managerial Rent Seeking and Economic Insufficiencies ; Working Paper NBER N°4145.
Les auteurs développent un modèle dans lequel les dirigeants en place investissent pour augmenter l'asymétrie d'information à l'égard des équipes concurrentes et des actionnaires de la firme pour conserver leur poste.

- les stratégies d'enracinement intègrent tous les partenaires de la firme, puisqu'elles font appel fortement aux réseaux et aux contrats informels avec les différents "stakeholders".

- Les investissements spécifiques ou opportunistes des dirigeants (réalisés sous forme d'acquisitions ou de croissance interne) provoquent de nombreux effets, tant au niveau des contrats informels que des structures d'information ou des complémentarités avec leur capital humain.

Dans ces conditions, une modélisation formalisée ne peut être que fortement réductrice et reposer sur des hypothèses qui ne prennent pas en compte la grande variété des stratégies possibles.

II. LA PRISE EN COMPTE DU TEMPS DANS LES STRATEGIES D'ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS

Le temps est une variable essentielle des stratégies d'enracinement, car elles ont pour objectif de modifier l'environnement des dirigeants, en termes de concurrence sur le marché de l'emploi, de contraintes exercées par les différents partenaires et d'accroître la durée de leur mandat.

A) L'EVOLUTION DU POUVOIR DES DIRIGEANTS AU COURS DU TEMPS

Les stratégies d'enracinement ont pour objectif de modifier les rapports de pouvoir entre les partenaires de la firme et les dirigeants. Cette modification ne peut se faire brutalement. Les dirigeants vont construire leur pouvoir auprès des partenaires, en utilisant pour cela leurs compétences, mais également les actifs de la firme et la structure de celle-ci.
Plus les dirigeants sont enracinés, c'est-à-dire plus leur pouvoir à l'égard des différents partenaires est fort, plus ils auront de possibilités de s'enraciner, en procédant à des investissements auxquels

les différents "stakeholders" auront de plus en plus de difficultés à s'opposer.

Pour cela les dirigeants vont devoir modifier deux éléments essentiels liés au contrôle de leur gestion par les partenaires.

- les structures de contrôle
- les possibilités de sanctions applicables

1/ LA MODIFICATION DES STRUCTURES DE CONTROLE

Par structure de contrôle nous entendons les moyens et les personnes capables d'exercer un contrôle sur les actions des dirigeants. Ceci suppose que les personnes chargées du contrôle aient la volonté de l'exercer c'est-à-dire que leurs intérêts ne soient pas liés à ceux des dirigeants. Il faut également qu'elles aient les moyens matériels d'effectuer ce contrôle et qu'elles disposent des informations nécessaires à l'évaluation de la gestion des dirigeants. Il est également important que le coût du contrôle ne soit pas prohibitif.

(a) LA STRUCTURE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Les dirigeants ont la possibilité d'utiliser leur pouvoir à l'égard des partenaires de l'entreprise pour faire nommer dans les organes de contrôle (conseil d'administration...) des personnes qui ne seront pas totalement impartiales à leur égard, en particulier si elles leur doivent le poste qu'elles occupent [184].

Ils peuvent par exemple modifier la structure du conseil d'administration en intervenant sur la répartition entre administrateurs internes et externes[185]. Il leur faudra cependant tenir compte des

[184] cf. Shleifer et Vishny et Morck, Shleifer et Vishny sur la nomination des administrateurs par les dirigeants.

[185] De nombreuses études ont montré que le nombre d'administrateurs externes au sein du conseil d'administration avait une influence positive sur la valeur de la firme. Cf. notamment:
Weisbach.M.S ; (1988) ; Outside Directors and CEO Turnover ; Journal of Financial Economics ; vol 20 ; pp 230-252.
Shivdasani.A ; (1993) ; Board Composition, Ownership Structure and Hostile Takeovers ; Journal of Accounting and

contraintes en termes de réputation, le marché financier peut en effet sanctionner l'absence d'administrateur externe au conseil, et provoquer ainsi une diminution des cours pouvant entraîner une prise de contrôle hostile.

L'intervention sur les structures de contrôle n'est pas la seule possibilité dont disposent les dirigeants pour réduire celui-ci et bénéficier d'une plus grande liberté dans la gestion de la firme.
Il leur est en effet possible de modifier le coût du contrôle afin de dissuader les actionnaires de l'exercer.

(b) LE COUT DU CONTROLE

Nous avons vu précédemment le rôle important joué par l'asymétrie d'information. Les dirigeants ont de nombreuses possibilités pour augmenter cette asymétrie, soit en utilisant les structures de la firme (acquisitions, complexification des structures...), soit en utilisant les contrats implicites avec les partenaires ou les réseaux, soit en utilisant la complémentarité entre les actifs de la firme et leur capital humain.
L'accroissement de l'asymétrie d'information entre les dirigeants et les actionnaires implique une augmentation du coût du contrôle de la gestion des premiers pour les seconds.

Nous avons déjà remarqué précédemment que l'asymétrie d'information pouvait provenir d'une différence de coût d'accès à l'information entre les acteurs. En augmentant le coût du contrôle, les dirigeants accroissent l'asymétrie d'information avec les partenaires et deviennent des fournisseurs exclusifs de données synthétiques sur la gestion de la firme. Ils augmentent ainsi leur liberté d'action dans la gestion de l'entreprise en dissuadant les actionnaires d'effectuer un contrôle excessivement onéreux et se valorisent auprès de leur principal en détenant une ressource rare.

Les remarques précédentes appellent quelques réflexions sur la crédibilité des sanctions qui peuvent être exercées par les actionnaires à l'égard des dirigeants.

2/ LA CREDIBILITE DES SANCTIONS

Economics ; Vol 16 ; p16-37.

Les dirigeants ont la possibilité de se valoriser auprès des actionnaires en liant la rentabilité des actifs de la firme à leur présence dans celle-ci. Les procédés visant à éliminer les concurrents internes ou externes leur permettent d'accroître leur pouvoir en augmentant la dépendance des partenaires de la firme à leur égard[186]. Il faut noter que si le nombre de concurrents diminue, la performance des dirigeants peut également diminuer puisque les contraintes qui pèsent sur leur gestion et les sanctions applicables (une prise de contrôle hostile par exemple) sont moindres.

Cet accroissement de la dépendance des partenaires par rapport à l'équipe dirigeante va considérablement diminuer la volonté des premiers d'exercer des sanctions à l'égard des seconds, même si la gestion pratiquée ne maximise pas la valeur de la firme. La menace de sanction par les partenaires n'est plus crédible dans la mesure où la seule qui soit applicable, le remplacement des dirigeants, implique une perte de richesse pour ceux qui l'exercent.
Il est donc logique, puisque les sanctionneurs deviennent les sanctionnés qu'ils ne soient pas incités à prendre des mesures à l'égard des équipes dirigeantes dont ils sont devenus dépendants. On peut remarquer que la sanction peut apparaître plus forte pour les dirigeants qui perdront ainsi une part importante de leur capital humain (réputation sur le marché de l'emploi, diminution des opportunités concernant l'utilisation de leurs connaissances spécifiques...) et de leur richesse.

Cependant les partenaires de la firme seront incités à remplacer les dirigeants si les équipes qui doivent prendre la succession sont capables de générer des profits égaux ou plus importants. Or si la stratégie des dirigeants en place a été bien menée, les concurrents ne sont pas en mesure de réaliser un tel exploit, du moins pas à court terme. Les coûts de restructuration à engager peuvent également dissuader les partenaires de changer l'équipe en place, il est possible que la firme n'ait pas les moyens d'entreprendre de tels changements[187].

---

[186]Boot (1992) remarque que seuls les dirigeants disposant de firmes avec des actifs moyennement spécifiques peuvent considérer la menace d'une OPA comme crédible. L'accroissement de la spécificité des actifs peut donc constituer une stratégie d'enracinement.
Boot.A.W; (1992) ; Why hang on to losers ? Divestiture and Takeovers ; Journal of Finance ; Vol 47; N°4; pp 1401-1423.

[187]Notons que les remplacements de dirigeants peuvent quand même se produire, lorsque les performances de l'entreprise diminuent du fait de la conjoncture. On retrouve la contrainte de profit minimum, permettant aux dirigeants de gérer l'entreprise comme ils le souhaitent dès lors que les actionnaires perçoivent une rémunération suffisante. Il faut noter que les dirigeants ne peuvent pas maîtriser totalement la conjoncture, et en période de turbulence, la complexité des structures mises en place peut empêcher l'entreprise de s'adapter à son environnement. La restructuration nécessaire peut provoquer la disparition des avantages de l'enracinement pour les dirigeants et engendrer leur perte.

De plus on peut s'interroger sur les incitations des successeurs à maximiser la richesse de la firme, en effet ils peuvent très bien tirer parti de la stratégie d'enracinement conduite par leurs prédécesseurs pour s'enraciner à leur tour.

Pour que la menace de remplacement soit crédible il faut que les partenaires et en particulier les actionnaires soient irrationnels et acceptent une perte de leur richesse[188] pour sanctionner des dirigeants opportunistes. Cependant ce comportement n'est pas toujours possible, et il est peu probable que les petits actionnaires de la firme soient prêts à sacrifier une partie de leur richesse pour une affaire de principe.

Les investisseurs qui disposent d'une part importante dans le capital ne seront pas incités à procéder ainsi, car ils gèrent des fonds pour le compte de leurs actionnaires ou de leurs clients et une moins-value importante générée par le remplacement de dirigeants enracinés peut avoir une influence significative sur leur performance et donc leur réputation.

L'exemple du Crédit Lyonnais est une bonne illustration de ce phénomène. Les investisseurs institutionnels ont tenté de repousser le plus tard possible la réalisation des moins values en n'intervenant pas sur l'équipe dirigeante.

Les dirigeants peuvent rencontrer certaines résistances dans la conduite de leur stratégie d'enracinement. Les actionnaires et les différents partenaires de la firme peuvent par exemple, bénéficier d'un apprentissage leur permettant d'appréhender plus justement les actions qui peuvent nuire à leurs intérêts.

B) L'APPRENTISSAGE DES PARTENAIRES DE LA FIRME

Les partenaires vont améliorer au cours du temps leur perception des stratégies des dirigeants La politique d'investissement peut révéler un certain nombre d'informations importantes sur les motivations réelles de l'équipe managériale. Si cette politique a déjà été menée précédemment par

[188]Le remplacement des dirigeants peut avoir lieu lorsque la perte liée à leur départ est compensée par les profits futurs

l'équipe en place et a généré des effets négatifs pour les partenaires, ils seront en mesure d'anticiper ces effets et de s'opposer aux décisions qui nuisent à leur richesse.

Avec l'apprentissage, l'asymétrie d'information entre les dirigeants et les "stakeholders" va diminuer au profit de ces derniers.
Pour maintenir l'asymétrie informationnelle l'équipe dirigeante va devoir accroître la complexité des structures et multiplier les contrats informels.
Même si la perception des comportements opportunistes des dirigeants s'améliore pour les partenaires, ils disposent de moins en moins de pouvoir pour s' opposer aux actions qui réduisent leur richesse.
Néanmoins l'apprentissage des partenaires à l'égard des dirigeants peut contraindre ces derniers à varier leur stratégie d'enracinement ou à ne pas entreprendre les actions les plus visibles.

Ces différentes réflexions nous amènent à nous interroger sur l'existence d'une stratégie optimale d'enracinement pour les dirigeants.

C) UNE STRATEGIE OPTIMALE D'ENRACINEMENT

Il découle de ce qui précède que les dirigeants doivent concevoir leur stratégie d'enracinement en tenant compte du temps afin d'inclure les modifications de l'environnement et l'évolution du comportement des partenaires de l'entreprise.

Les stratégies d'enracinement peuvent être décomposées en trois phases.

- Une phase de valorisation
- Une phase de réduction du contrôle
- Une phase de consommation

actualisés.

1/ LA PHASE DE VALORISATION DES DIRIGEANTS

Dans un premier temps, on peut supposer que les dirigeants nouvellement nommés doivent faire leurs preuves auprès des actionnaires et des différents partenaires et sont parfaitement remplaçables par des équipes concurrentes présentes sur le marché de l'emploi[189].

Ces nouveaux dirigeants disposent de peu de connaissances spécifiques à la firme et d'un pouvoir faible car on peut supposer qu'ils ont eu peu d'occasions de créer des contrats implicites ou d'augmenter l'asymétrie d'information avec les partenaires.

Au cours de cette période la gestion des dirigeants est très contrôlée par les actionnaires et les différents partenaires de l'entreprise, pour plusieurs raison :

- les dirigeants doivent prouver qu'ils ont les capacités nécessaires pour gérer l'entreprise ;
- la concurrence externe est encore forte, et de nombreuses équipes peuvent prétendre assurer une gestion plus optimale;
- la concurrence interne peut bénéficier d'avantages importants, notamment en termes d'information lorsque les nouveaux dirigeants ont fait l'objet d'un recrutement externe. Les cadres internes peuvent donc représenter une alternative intéressante pour les partenaires.
- les systèmes de contrôle et d'information n'ont pas encore été modifiés par les nouveaux dirigeants.

Dans ces conditions, le pouvoir des dirigeants nouvellement nommés est faible et leurs premières décisions seront observés attentivement, il leur sera donc difficile d'entreprendre des investissements opportunistes dont la rentabilité sera incertaine. On peut supposer qu'à cette période les dirigeants vont devoir se valoriser par leurs compétences, en procédant, par exemple, à des investissements rentables leur permettant d'augmenter la richesse des différents partenaires de la firme afin d'augmenter leur pouvoir.

[189] Cette hypothèse forte sera remise en cause plus tard dans la discussion, notamment lorsque les nouveaux dirigeants ont été choisis par l'équipe précédente qui leur a transmis des informations rares sur le fonctionnement de la firme.

Ces investissements vont accroître le pouvoir des dirigeants en leur permettant d'éliminer en partie la concurrence externe (puisqu'ils ont une gestion optimale et non opportuniste). Ils vont aussi leur permettre de développer des contrats implicites avec les partenaires et d'augmenter la complémentarité des actifs de la firme avec leurs savoir-faire et leurs connaissances particulières (création de réseaux...) tout en permettant, de ce fait, une augmentation de l'asymétrie d'information à leur avantage.

Dans cette phase de la stratégie d'enracinement des dirigeants, les actionnaires et les différents partenaires de la firme sont bénéficiaires des rentes supplémentaires générées par la nouvelle équipe. Mais la contrepartie à payer sera une plus grande dépendance à l'égard des dirigeants en raison de leurs performances et du lien existant entre leur présence à la tête de l'entreprise et les rentes qu'ils ont créées.

Du fait de cette dépendance, le pouvoir des dirigeants augmente et ils vont être en mesure d'utiliser ce pouvoir pour se libérer du contrôle exercé sur leur gestion par les partenaires.

2/ LA REDUCTION DES MOYENS DE CONTROLE

La deuxième phase de la stratégie d'enracinement des dirigeants va consister à accroître l'asymétrie d'information afin de réduire considérablement les contrôles internes ou externes qui peuvent être exercés sur leur gestion.

Nous avons vu précédemment le rôle essentiel de l'asymétrie d'information dans les stratégies d'enracinement des dirigeants. Du fait de leur pouvoir résultant de leurs performances supérieures, les dirigeants vont pouvoir entreprendre des investissements qui ne maximisent pas nécessairement la richesse des différents partenaires de la firme.

En revanche, ces investissements peuvent avoir pour objectif d'augmenter l'asymétrie d'information soit en augmentant la complémentarité des actifs de la firme avec les savoir-faire des dirigeants, soit en rendant l'information plus complexe à appréhender pour les partenaires ou les équipes concurrentes extérieures (utilisation importante des contrats implicites, croissance de la firme ou modification des structures...). Les dirigeants peuvent aussi chercher, à travers ces investissements,

de nouveaux partenaires pour augmenter l'asymétrie d'information avec les actionnaires. Ils peuvent tenter de modifier la structure de leur actionnariat en diluant par exemple la part des actionnaires majoritaires (à travers une fusion ou une O.P.E.[190]). Ils peuvent favoriser un groupe d'actionnaires auprès desquels ils bénéficient d'appuis importants[191]...

Dans cette deuxième phase, les dirigeants peuvent tenter de modifier les structures de contrôle et notamment le conseil d'administration, en introduisant des administrateurs internes ou alliés pour faciliter l'adoption de leurs propositions.

Après la réalisation de cette étape, ils disposent d'une plus grande liberté dans la gestion de la firme et ils vont pouvoir accroître leur consommation sans que les partenaires de la firme soient en mesure de s'y opposer. Il est souvent impossible à ces derniers de connaître exactement les prélèvements exercés par leurs dirigeants.

3/ L'AUGMENTATION DE LA CONSOMMATION

Cette dernière phase permet aux dirigeants d'augmenter leur rémunération ou leurs avantages en nature, après avoir modifié suffisamment l'environnement pour que le contrôle de leur gestion soit plus difficile, et que les personnes chargées du contrôle et de l'application des sanctions ne soient plus incitées à remplir leurs fonctions en raison du coût prohibitif d'un tel comportement pour leur patrimoine.

Cette phase peut intervenir en même temps que la phase précédente, mais elle n'est pas envisageable avant la première phase du processus, celle au cours de laquelle les dirigeants dégagent des rentes qui leur permettent de se valoriser auprès des actionnaires et des différents partenaires de la firme.

On retrouve dans cette perspective l'idée de Castanias et Helfat selon laquelle les dirigeants peuvent

[190]Cf. notamment la fusion organisée par le groupe Schneider avec sa holding de tête dont le résultat fût une diminution de la part des actionnaires majoritaires de 45% à 20%.

gérer la firme comme ils l'entendent dès lors qu'ils fournissent aux actionnaires et aux partenaires de l'entreprise une rentabilité suffisante. C'est parce qu'ils ont le pouvoir suffisant sur leurs actionnaires et les différents partenaires de la firme que les dirigeants peuvent entreprendre des investissements qui ne maximisent pas sa valeur.

Sans l'enracinement et l'augmentation de la dépendance des actionnaires et des différents partenaires à leur égard, il serait très difficile aux dirigeants d'avoir un comportement opportuniste dans la gestion de l'entreprise. Les moyens de contrôle ne manquent pas, à commencer par le remplacement pur et simple de l'équipe en place par une équipe concurrente plus compétente ou moins opportuniste.

Dans le cadre d'une stratégie d'enracinement, ce type de sanction n'est pas applicable et les partenaires ne sont pas incités à agir ainsi, d'une part parce que les coûts de restructuration résultant du changement de dirigeants sont importants (perte des rentes associées aux contrats implicites, pertes des rentes liées à la complémentarité des actifs de la firme avec le capital humain des dirigeants) d'autre part parce qu'il est possible que l'asymétrie d'information soit suffisamment importante pour qu'ils ne perçoivent pas le comportement opportuniste de l'équipe managériale.

Il faut noter que l'augmentation des prélèvements des dirigeants peut être réalisée à travers la croissance de l'entreprise, que cette croissance soit interne ou externe. L'augmentation des ressources contrôlées peut leur permettre d'augmenter leurs prélèvements sans que les actionnaires en soient informés.

De plus le prestige résultant du contrôle d'un montant d'actif plus important et de la réalisation d'une forte croissance de l'entreprise peut permettre aux dirigeants de justifier des prélèvements plus importants dans l'entreprise. En fait cette croissance injustifiée peut être extrêmement nuisible à la richesse des actionnaires et des différents partenaires de la firme. Les dirigeants ne vont pas évaluer les investissements par rapport à la richesse qu'ils vont créer pour l'entreprise mais par rapport aux avantages qu'ils vont pouvoir en retirer pour leur stratégie d'enracinement. En conséquence, ils peuvent choisir d'investir des sommes importantes pour retirer peu d'avantages puisque les fonds engagés ne leur appartiennent pas.

---

[191] Cf. Jean Luc Lagardère

Cependant le comportement opportuniste des dirigeants et en particulier la réalisation d'investissements ne maximisant pas la richesse des actionnaires peut être limité par les effets négatifs de leur réputation générés sur le marché de l'emploi.

4/ TABLEAU DE SYNTHESE

Tableau 8 : Les différentes phases de la stratégie d'enracinement des dirigeants

PHASE DE LA STRATEGIE D' ENRACINEMENT	OBJECTIFS	STRATEGIES	EFFETS	INCIDENCE POUR LES ACTIONNAIRES
PHASE 1 : VALORISATION	**Accroître la dépendance des actionnaires**	• Investissements spécifiques aux dirigeants • Développement des relations informelles • Création de rentes managériales	• Augmenta--tion de la rentabilité de la firme • Elimination de la concurrence sur le marché de l'emploi	Profite aux actionnaires et aux partenaires de la firme
PHASE 2 : LIMITATION DU CONTROLE	**Limiter le contrôle des actionnaires et des partenaires sur la gestion**	• Accroissement de l'asymétrie d'information • accroissement du coût du contrôle (structure complexe)	• Accroisse--ment du coût du contrôle • Diminution de l'incitation des partenaires à contrôler la gestion	Néfaste pour la richesse des actionnaires (augmentation du coût du contrôle sur la gestion de la firme)
PHASE 3: CONSOMMATION	**Consommer le pouvoir accumulé sur les partenaires**	• Diversification des activités de la firme • Utilisation des ressources de la firme pour valoriser son capital humain	• Diminution de la valeur de la firme • Investisse--ments dans des activités non rentables pour les actionnaires	Néfaste pour la richesse des actionnaires (consommation de la richesse de l'entreprise)

Le tableau précédent souligne l'ambiguïté des effets des stratégies d'enracinement pour les actionnaires. La première phase de la stratégie leur est profitable, les deux suivantes nuisent à leur richesse. Cependant la personnalité des dirigeants ainsi que l'évolution de leurs préférences au cours du temps ont une grande influence sur leur comportement en fin de carrière.

D) L'EVOLUTION DES PREFERENCES DES DIRIGEANTS AU COURS DU TEMPS : L'AFFAIBLISSEMENT DU ROLE DE LA REPUTATION DANS L'ARBITRAGE

En fin de carrière, les dirigeants sont de moins en moins sensibles à leur réputation sur le marché de l'emploi et cela pour plusieurs raisons :

- la probabilité de se représenter sur le marché de l'emploi diminue lorsque leur âge augmente, en conséquence les dirigeants ne se soucient plus de retrouver un poste équivalent à celui qu'ils occupent en cas de licenciement.

- ils bénéficient d'un enracinement plus fort en fin de carrière, en conséquence la probabilité d'être licencié est moins forte. Du fait de cette plus grande sécurité, la probabilité d'avoir à rechercher un emploi suite à un licenciement diminue.

- ils peuvent avoir accumulé un patrimoine suffisant en fin de carrière pour éviter de se représenter sur le marché du travail.

Il faut remarquer que la probabilité pour les dirigeants de se retrouver sur le marché de l'emploi est le résultat de la combinaison suivante :

$P = P_{lic} \times P_{emp}$

avec

P_{lic} : La probabilité pour les dirigeants d'être licenciés. Cette probabilité diminue lorsque leur enracinement augmente, puisque la concurrence pour le poste est réduite, et l'asymétrie d'information importante.

P_{emp} : La probabilité pour les dirigeants d'avoir à se représenter sur le marché de l'emploi en cas de licenciement. Cette probabilité diminue lorsque leur âge augmente. Elle est théoriquement égale à zéro dès lors qu'ils ont l'âge de la retraite. Cependant elle peut également être nulle si les dirigeants n'ayant pas encore atteint cet âge, disposent d'un patrimoine suffisant pour ne pas avoir

à retravailler suite à leur licenciement.

En conséquence P tend vers zéro lorsque l'âge des dirigeants se rapproche de celui de la retraite. Dans cette perspective, plusieurs comportements peuvent être envisagés.

E) DEUX CHOIX POSSIBLES DE COMPORTEMENT EN FIN DE CARRIERE

Le comportement des dirigeants en fin de carrière va en fait dépendre de leurs ambitions et en particulier de leur préférence pour le pouvoir. La personnalité des dirigeants influence donc très fortement les actions qu'ils vont entreprendre avant de prendre leur retraite.

1/ UN ACCROISSEMENT DE LA CONSOMMATION

La probabilité d'avoir à se représenter sur le marché de l'emploi en fin de carrière étant extrêmement faible, le besoin de sécurité des dirigeants est satisfait et ils peuvent choisir de consommer leur pouvoir auprès des actionnaires et des différents partenaires de la firme sous forme d'avantages en nature ou de rémunération. Cet accroissement de leurs prélèvements nuit à leur réputation sur le marché de l'emploi, mais cet élément ne constitue plus une contrainte à ce stade de leur carrière.

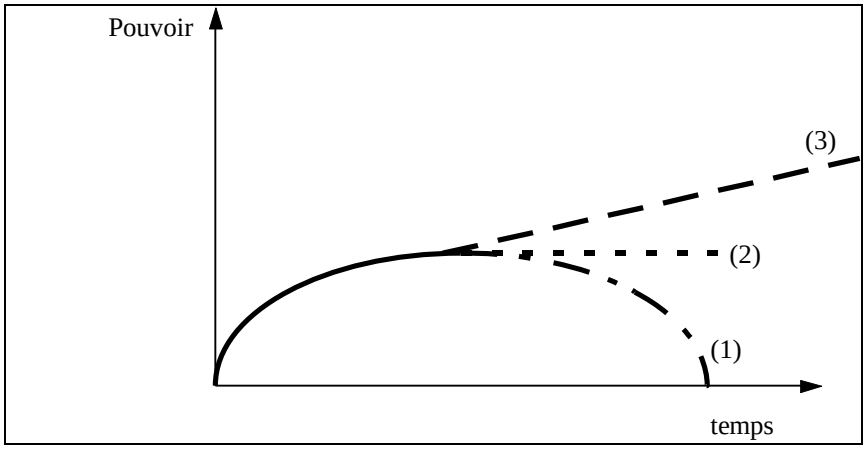
Dans cette perspective, le pouvoir est considéré comme une consommation différée. Les dirigeants vont consommer leur stock de pouvoir pour augmenter leur rémunération ou plus généralement leurs prélèvements afin de le valoriser après leur retraite.
Les stocks de pouvoir dont ils disposaient au moment de leur fonction ne sont plus valorisés et ne présentent plus aucune utilité après leur retraite. En revanche, la richesse accumulée avant le départ en retraite présente beaucoup plus d'intérêt.
Le problème posé ici est de savoir à quel moment de leur carrière les dirigeants doivent consommer leur pouvoir pour maximiser leur utilité. Une augmentation de salaire ou d'avantage en nature qui prend effet dix ans avant le départ en retraite des dirigeants a beaucoup plus de valeur que si elle avait pris effet la dernière année du mandat des dirigeants.
En revanche, la diminution de pouvoir résultant de cette augmentation de rémunération peut

impliquer une moins grande liberté des dirigeants dans la gestion de la firme et l'impossibilité d'entreprendre des investissements qui auraient pu contribuer à augmenter leur pouvoir ou leur rémunération.

- Le graphique suivant permet d'illustrer les possibilités offertes aux dirigeants en fin de carrière :

1. Consommer le pouvoir en augmentant leur opportunisme
2. Conserver un pouvoir fort pour des raisons d'ego
3. Augmenter leur pouvoir pour rester le plus longtemps possible.

Figure 7 : Illustration des choix des dirigeants en fin de carrière



2/ UNE AUGMENTATION DU POUVOIR

Les dirigeants peuvent avoir besoin de conserver ou d'augmenter leur pouvoir en fin de carrière.

(a) LE CHOIX DES SUCCESSEURS

Les dirigeants peuvent choisir de désigner leurs successeurs à la fin de leur mandat. Pour cela ils doivent posséder suffisamment de pouvoir auprès des différents partenaires pour leur imposer des successeurs, en particulier si ces derniers n'ont pas la faveur du conseil d'administration. Le choix des successeurs peut être assimilé à une continuation du contrat des dirigeants, dans cette

perspective, l'accumulation de pouvoir est nécessaire pour vaincre les résistances des actionnaires et des différents partenaires[192].

Il faut remarquer que le rôle de l'asymétrie d'information est crucial pour imposer des successeurs. En effet les dirigeants en place vont transmettre l'information qu'ils possèdent et qui leur permettent de générer les rentes qui sont à l'origine de leur pouvoir aux personnes qu'ils ont choisies. Les actionnaires et les différents partenaires de l'entreprise ne peuvent les obliger à délivrer la totalité de l'information qu'ils possèdent à des personnes ne bénéficiant pas de leur préférence[193].

Il est important de remarquer que le transfert de l'information aux successeurs s'accompagne d'un transfert de pouvoir et donc d'un transfert d'enracinement des anciens dirigeants vers les nouveaux. En procédant ainsi, l'ancienne équipe peut s'assurer que les successeurs qu'elle a choisis bénéficient d'un avantage concurrentiel sur les équipes concurrentes.

L'enracinement des successeurs est nécessaire pour ne pas désavouer le choix de l'ancienne équipe. Un tel comportement traduit nettement une volonté de l'ancienne équipe d'affirmer une dernière fois son pouvoir. Il est donc essentiel que ce choix ne soit pas contesté après son départ. En favorisant l'enracinement de leurs successeurs par la transmission de l'information privilégiée dont ils disposent, les dirigeants qui partent en retraite peuvent s'assurer que leur choix sera difficilement contestable.

(b) L'INCERTITUDE SUR LA DATE DE FIN DE MANDAT

Les dirigeants en place peuvent également avoir besoin d'un pouvoir fort en fin de carrière s'il existe une incertitude sur la fin de leur mandat, en particulier si leur objectif est de poursuivre leur mandat le plus longtemps possible. Ils vont devoir faire face aux pressions des partenaires pour conserver leur poste au-delà de l'âge légal de la retraite.

Bien entendu, ces dirigeants peuvent être encore très performants, et du fait de leur enracinement, ils

---

[193]Cf. la nomination de Jean Marie Messier comme successeur de Guy Dejouany à la direction de la Générale des Eaux.

peuvent même s'avérer plus compétitifs que leurs concurrents.
Cependant, les différents partenaires de la firme vont exercer des pressions sur les dirigeants pour qu'ils désignent des successeurs ou au moins des dauphins susceptibles de les remplacer en cas de disparition brutale (décès, maladie...)[194].

Pourtant, les dirigeants dont l'objectif est de continuer leur mandat le plus longtemps possible ne sont pas incités à prendre un "bras droit" capable de leur succéder, car ils augmentent ainsi la concurrence interne et perdent une partie de leur pouvoir de négociation auprès des différents partenaires en favorisant leur remplacement. Pour résister aux pressions, ils vont devoir bénéficier d'un pouvoir de plus en plus fort, ce qui suppose une augmentation de leur enracinement (accroissement de l'asymétrie d'information, élimination de la concurrence...).

Plus ils sont âgés et plus les pressions vont être fortes, car le risque des différents partenaires augmente de façon exponentielle, avec la probabilité de disparition des dirigeants[195]. L'équipe dirigeante en place peut être la plus compétente à court terme, mais son remplacement doit être envisagé suffisamment longtemps avant son départ pour favoriser la transmission de l'information et l'apprentissage de la nouvelle équipe.

La rupture peut être coûteuse pour tous les partenaires de la firme, en particulier lorsqu'ils existent des contrats implicites avec l'équipe dirigeante en place, car la reprise de ces contrats par les successeurs constitue un objectif essentiel pour la pérennité de l'entreprise et pour le bien être ou la richesse des partenaires. Les fournisseurs ou les clients qui disposent de contrats implicites concernant les modes de règlement, les tarifs pratiqués... peuvent exiger des contrats écrits officialisant les contrats implicites pour que les avantages dont ils bénéficient soient conservés après le remplacement de l'équipe dirigeante avec laquelle ils avaient contracté.
De même, les salariés et les cadres avec lesquels les dirigeants ont passé des contrats concernant des perspectives de carrière, d'évolution salariale ou d'avantages divers vont exiger des contrats écrits instituant les contrats implicites.

---

[194]Il est remarquable de constater que Guy Dejouany, le dirigeant de la Compagnie Générale des Eaux, n'avait pas de successeur désigné (ni de bras droit) jusqu'à l'âge de 76 ans. Cependant suite aux difficultés du groupe Schneider et à l'emprisonnement de son P.D.G., Didier Pinault-Valencienne, qui laissèrent le groupe sans direction pendant la détention de celui-ci, plusieurs entreprises dont les dirigeants ne disposaient pas de seconds capables de les remplacer furent incités à prendre des bras droit capables d'assurer la pérennité de l'entreprise.

[195]Antoine Riboud, P.D.G. du groupe Danone publie régulièrement son bulletin de santé, pour rassurer ses actionnaires

Cependant cette solution n'est pas toujours possible, les promesses de promotion, de conditions de paiement ou de livraison exceptionnelles peuvent difficilement être mises par écrit.

De plus les dirigeants peuvent être opposés à la publication des contrats implicites ou à leur transformation en contrats formalisés pour conserver leur pouvoir auprès des actionnaires et leur avantage concurrentiel par rapport aux autres équipes dirigeantes plus jeunes.
En conséquence, seule la transmission des contrats implicites aux successeurs peut permettre leur continuation.

Le tableau suivant présente une synthèse des différentes hypothèses présentées sur les comportements des dirigeants proches de la retraite. Les stratégies utilisées (ou utilisables) ainsi que les objectifs et les éléments permettant aux dirigeants d'être opportunistes sont également recensés.

---

et ses partenaires.

(c) SYNTHESE DES CHOIX DE FIN DE CARRIERE ET DES STRATEGIES UTILISABLES

Tableau 9 :Présentation des choix des dirigeants en fin de carrière

CHOIX DE FIN DE CARRIERE	JUSTIFICATIONS	OBJECTIFS	STRATEGIES
AUGMENTATION DE LA CONSOMMATION	• Diminution de la contrainte de réputation • Diminution de la probabilité de licenciement.	• Accroissement des prélèvements (rémunération, avantage en nature) • Investissements de prestige	• Accroissement de la taille de l'entreprise (augmentation des ressources contrôlées)
AUGMENTATION DU POUVOIR	Enracinement fort	• Prolonger son mandat le plus longtemps possible	• Eliminer la concurrence interne et externe • Renforcer l'asymétrie d'information • Renforcer la spécificité du capital de l'entreprise (contrats implicites, structures complexes...)
		• Choisir son successeur	• Transmission des informations et des contrats implicites

III. CONCLUSION

Nous pouvons définir l'enracinement comme un excès de pouvoir des dirigeants sur les partenaires. Les stratégies qu'ils entreprennent ont pour objectif d'accroître les différentiels de pouvoir avec les partenaires indépendamment de leurs performances.

L'analyse en termes de pouvoir et de réputation des stratégies d'enracinement permet de prendre en considération l'éventail des stratégies utilisées, en étudiant les effets des actions entreprises par les dirigeants sur leurs relations avec les différents partenaires et les contraintes qu'ils doivent prendre en compte pour mener à bien leur enracinement.

A) UNE PRISE EN COMPTE PLUS LARGE DES STRATEGIES D'ENRACINEMENT

L'analyse en termes de pouvoir et de réputation est complémentaire de celle de Shleifer et Vishny (1988), Morck, Shleifer et Vishny (1990) et Castanias et Helfat (1992). L'analyse de l'asymétrie d'information nous a permis de mieux cerner les différentes stratégies pouvant aboutir à une modification de la répartition du pouvoir à l'intérieur de la firme.

L'introduction d'un coût de l'enracinement nous conduit à dégager les principaux arbitrages auxquels sont confrontées les équipes managériales. L'évolution des contraintes liées à l'environnement au cours du temps nous permet d'envisager plusieurs comportements possibles des dirigeants en fin de carrière.

L'analyse de la réputation des dirigeants prend en compte à la fois la contrainte de profit minimum telle que la définissent Castanias et Helfat (1992) mais également le comportement des dirigeants tel qu'il peut être perçu par les partenaires à travers la presse spécialisée ou les tribunaux...

En élargissant le champ d'étude des investissements spécifiques aux investissements opportunistes, l'analyse des relations de pouvoir ouvre de nouvelles perspectives. La conduite des stratégies d'enracinement des dirigeants est conditionnée par leur pouvoir et a pour unique objectif d'accroître ce pouvoir au cours du temps.

Les investissements spécifiques des dirigeants constituent un moyen parmi d'autres de s'enraciner. Les effets de ces investissements sur la richesse des partenaires de la firme sont encore à étudier, les divergences théoriques importantes des auteurs ne permettant pas de départager les avis sur le sujet.

En revanche, l'utilisation d'investissements de nature opportuniste (accroissement de l'asymétrie d'information, augmentation du coût du contrôle...) présente une nuisance certaine pour les partenaires de la firme. Les investissements de diversification, d'achat de croissance... ont déjà été étudiés par les théoriciens de la firme, cependant leur incorporation aux stratégies d'enracinement offre une analyse plus étendue des incitations des dirigeants à les réaliser.
A cet égard, le rôle des prises de contrôle offre un champ d'étude particulièrement intéressant.

B) LE ROLE DES PRISES DE CONTROLE

L'analyse des prises de contrôle a fait l'objet nombreux travaux, les querelles théoriques sur le sujet sont connues, les motivations invoquées variées (de l'ego des dirigeants à la maximisation de la richesse des actionnaires). L'ampleur de ces investissements et la publicité faite autour de ces événements exceptionnels dans la vie des entreprises expliquent sans doute l'intérêt que leur portent les théoriciens.
La théorie de l'enracinement propose une explication plus étendue des motivations des dirigeants à entreprendre certaines acquisitions. L'achat d'actifs spécifiques, la complexification des structures de la firme, l'accroissement des ressources contrôlées... constituent des explications alternatives à un même phénomène: l'enracinement des dirigeants. Les objectifs poursuivis ne sont pas totalement incompatibles avec les impératifs stratégiques de la firme, notons simplement que les deux approches sont complémentaires.

Nous proposons de tester les différentes propositions issues de la théorie de l'enracinement dans la partie suivante.
Dans un premier temps nous dégagerons les hypothèses testables à partir des différentes considérations théoriques exposées précédemment, puis nous effectuerons des tests sur un échantillon d'entreprises françaises.

PARTIE III / APPLICATION DE LA THEORIE DE L'ENRACINEMENT AU MARCHE FRANCAIS

PARTIE III. APPLICATION DE LA THEORIE DE L'ENRACINEMENT AU MARCHE FRANCAIS

Dans cette partie, nous testerons les propositions établies précédemment. Dans un premier chapitre nous rappellerons brièvement les hypothèses que nous souhaitons tester et nous justifierons l'utilisation des indicateurs retenus. Différents tests sur l'efficacité du contrôle, l'influence de la croissance externe et de la performance de la firme seront réalisés dans les chapitres suivants.

CHAPITRE I. INTRODUCTION : RAPPEL DES PROPOSITIONS ET PRESENTATION DES TESTS

I. UN SCHEMA EXPLICATIF GLOBAL

Les stratégies d'enracinement sont le résultat d'un arbitrage entre les contraintes exercées par les différents partenaires et les possibilités dont disposent les équipes dirigeantes pour modifier ces contraintes en agissant sur leur environnement.

En procédant ainsi les dirigeants tentent d'élargir l'espace discrétionnaire dont ils disposent afin d'augmenter leur utilité. Un accroissement de leur pouvoir auprès des partenaires leur permet de bénéficier d'une liberté d'action plus importante.

L'asymétrie d'information occupe une place essentielle dans les stratégies d'enracinement en offrant la possibilité aux dirigeants d'accroître la dépendance des "stakeholders" à leur égard. L'utilisation de contrats implicites peut accroître l'avantage informationnel dont ils bénéficient .

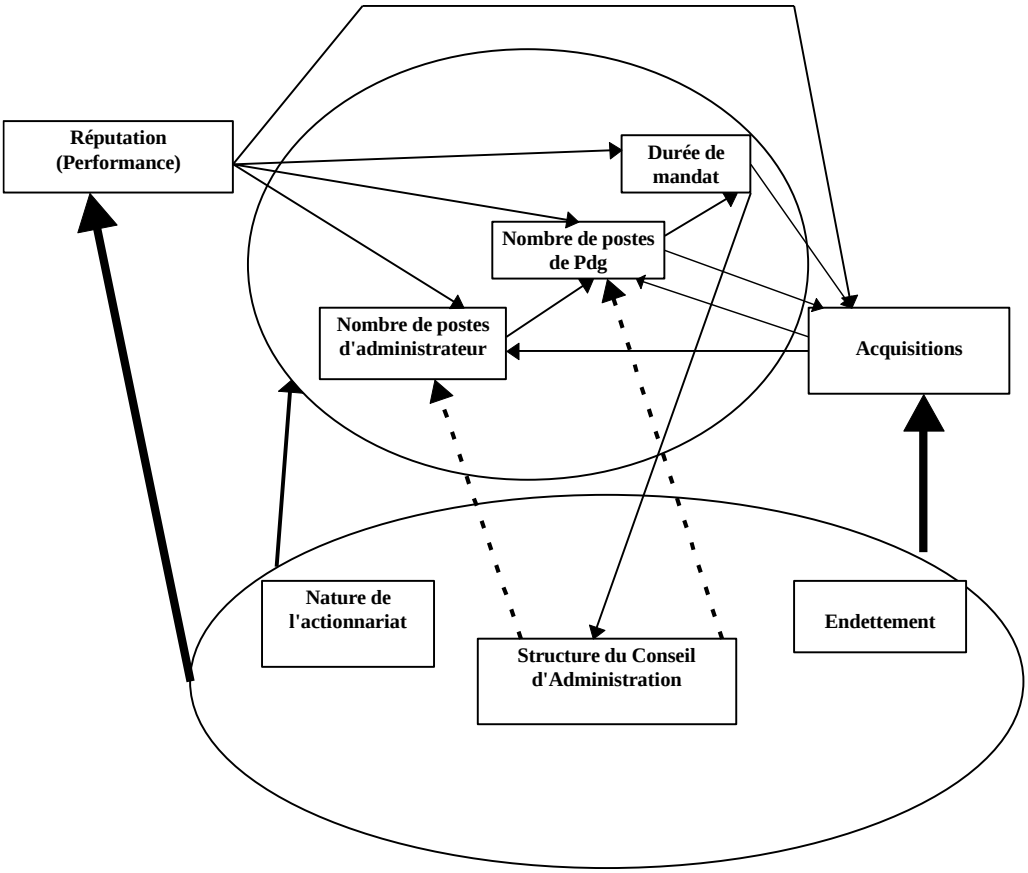
Nous nous proposons de tester la théorie de l'enracinement sur plusieurs niveaux :

- Le renforcement du pouvoir des dirigeants (cumul des mandats)
- Les structures de contrôle
- Le rôle des acquisitions dans les stratégies d'enracinement.
- La performance des firmes.

Le schéma ci-dessous illustre les interactions entre l'enracinement des dirigeants et leur environnement. Les relations indiquées entre les différents éléments seront testées dans l'ordre

présenté ci-dessus.

Figure 8 : Illustration de l'enracinement des dirigeants et des contraintes de l'environnement



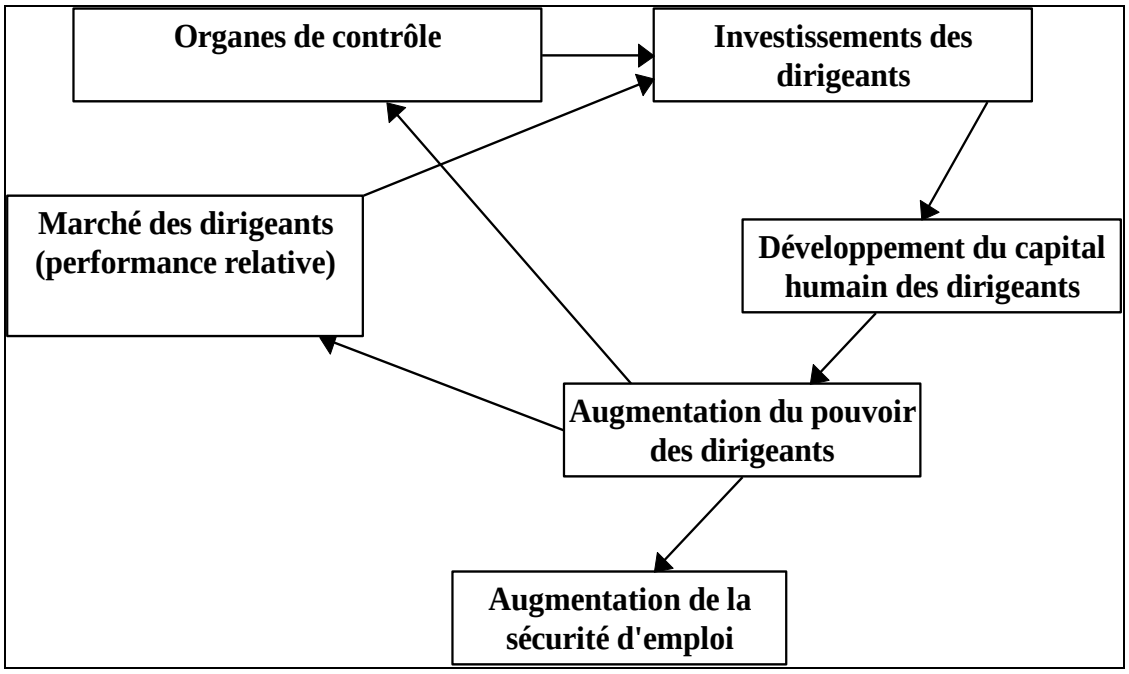
Les arguments développés dans la deuxième partie proposent plusieurs interactions entre les stratégies des dirigeants d'une part et les contraintes exercées par les systèmes de contrôle interne et externe d'autre part. Dans un premier temps nous allons rappeler brièvement les principales propositions de la théorie de l'enracinement. Nous testerons ensuite ces propositions sur des données provenant d'entreprises françaises.

II. LES PREDICTIONS DE LA THEORIE DE L'ENRACINEMENT

Il nous paraît important de rappeler avant la réalisation des tests les principales prédictions théoriques de l'enracinement. Chacune de ces prédictions sera testée dans un chapitre.

Le schéma ci-dessous résume les relations établies par la théorie.

Les dirigeants utilisent la politique d'investissement de la firme pour développer leur capital humain et créer des rentes et des quasi-rentes leur permettant d'accroître la dépendance des actionnaires et des différents partenaires de l'entreprise en éliminant les équipes concurrentes sur le marché de l'emploi. En procédant ainsi, ils peuvent accroître leur sécurité d'emploi et agir sur les systèmes chargés de contrôler leur gestion.



A) L'UTILISATION DE LA POLITIQUE D'INVESTISSEMENT DE LA FIRME PAR LES DIRIGEANTS POUR S'ENRACINER

Pour s'enraciner dans l'entreprise, les dirigeants peuvent utiliser leur capital humain et la politique d'investissement de la firme. L'objectif principal consiste à augmenter la complémentarité entre ces deux éléments afin de créer des rentes et des quasi-rentes susceptibles d'accroître la dépendance des partenaires de l'entreprise en éliminant la concurrence des autres équipes dirigeantes. Les actionnaires n'ayant pas de solution alternative pour la gestion des actifs de l'entreprise se retrouvent sous l'emprise du pouvoir de l'équipe en place.

Les investissements réalisés ne correspondent pas nécessairement à des investissements spécifiques tels que les décrivent Shleifer et Vishny et Morck, Shleifer et Vishny. Certes, les dirigeants peuvent investir dans des actifs qu'ils seront capables de gérer mieux que les équipes concurrentes, cependant il leur est également possible d'investir pour accroître l'asymétrie d'information avec les actionnaires ou pour développer des relations informelles avec de nouveaux partenaires ou encore augmenter les ressources sous leur contrôle et disposer ainsi d'un portefeuille d'actifs leur permettant de bénéficier de fonds libres de tout contrôle.

L'enracinement correspondrait donc à ce curieux mélange de compétence et d'opportunisme, capable de contraindre les actionnaires et les différents partenaires à accepter les décisions des dirigeants en ayant toujours l'impression de faire le bon choix, parce que les solutions alternatives sont plus coûteuses.

Une telle situation résulte des modifications de l'environnement provoquées par les dirigeants pour augmenter leur pouvoir.

B) UNE MODIFICATION DE L'ENVIRONNEMENT PAR LES DIRIGEANTS ET UNE INEFFICACITE RELATIVE DES MOYENS DE CONTROLE

En modifiant leur environnement, les dirigeants augmentent leur pouvoir auprès des actionnaires en réduisant les possibilités pour ces derniers de sortir du contrat à moindres frais. L'efficience du marché des dirigeants ne peut exister sans une absence totale de coûts d'entrée et de coûts de sortie pour les parties prenantes. Or la création de rentes et de quasi-rentes par les dirigeants enracinés crée des barrières à la sortie pour les actionnaires et des barrières à l'entrée pour les équipes dirigeantes concurrentes, empêchant ainsi une allocation optimale des ressources sur le marché (Hill et Jones (1992)). Les rentes et les quasi-rentes créées peuvent être le fruit d'une asymétrie d'information particulièrement forte, de relations informelles établies avec les différents partenaires permettant de réduire les coûts de transaction lors d'échanges ou encore de capacités particulières des dirigeants à gérer certains actifs. L'élimination de la concurrence diminue l'efficacité des moyens de contrôle dont disposent les actionnaires, le recours à d'autres dirigeants étant coûteux, les procédures de contrôle interne ne peuvent fonctionner efficacement à l'encontre des dirigeants. Les dirigeants extérieurs étant dissuadés de prendre le contrôle des actifs, seul le marché des biens et

services peut sanctionner les équipes managériales lorsque la qualité de leur prestation diminue la qualité des produits et services vendus. Pourtant, le pouvoir des dirigeants à l'intérieur de l'entreprise est soumis à une contrainte importante : leur réputation sur le marché de l'emploi.

C) UNE CONTRAINTE EN TERMES DE REPUTATION

L'analyse du pouvoir en termes de dépendance réciproque implique que les dirigeants auront une grande influence sur les partenaires de l'entreprise à condition de bénéficier de la possibilité de quitter celle-ci à tout moment. Pour cela leur réputation sur le marché des dirigeants doit leur permettre de retrouver un poste équivalent à celui qu'ils occupaient précédemment. Les dirigeants fortement enracinés et ayant abusé de leur pouvoir pour entreprendre des actions opportunistes au détriment des intérêts de leurs actionnaires seront sanctionnés par le marché de l'emploi. Ils seront alors fortement dépendants de l'entreprise et perdront une partie de leur pouvoir auprès des actionnaires. Il faut déduire de ce processus, que les dirigeants seront astreints, comme le suggèrent Castanias et Helfat (1992) à fournir aux actionnaires un profit minimum.

III. LES ELEMENTS TESTES

Pour tester ces différentes propositions nous nous intéresserons aux éléments suivants:

- L'enracinement des dirigeants et le cumul des mandats ;
- Le rôle de la croissance externe dans l'enracinement ;
- L'impact de l'enracinement sur les performances de l'entreprise.

A) L'ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS ET LE CUMUL DES MANDATS

Les stratégies d'enracinement élaborées par les dirigeants leur permettent d'accroître leur pouvoir auprès des actionnaires, ainsi que les avantages qu'ils peuvent retirer de l'entreprise en termes de rémunération, d'avantages en nature, de sécurité d'emploi ou de liberté d'action. Nous proposons de mesurer le pouvoir des dirigeants ainsi que leur rémunération à travers le nombre de mandats de

Pdg et d'administrateur qu'ils occupent.

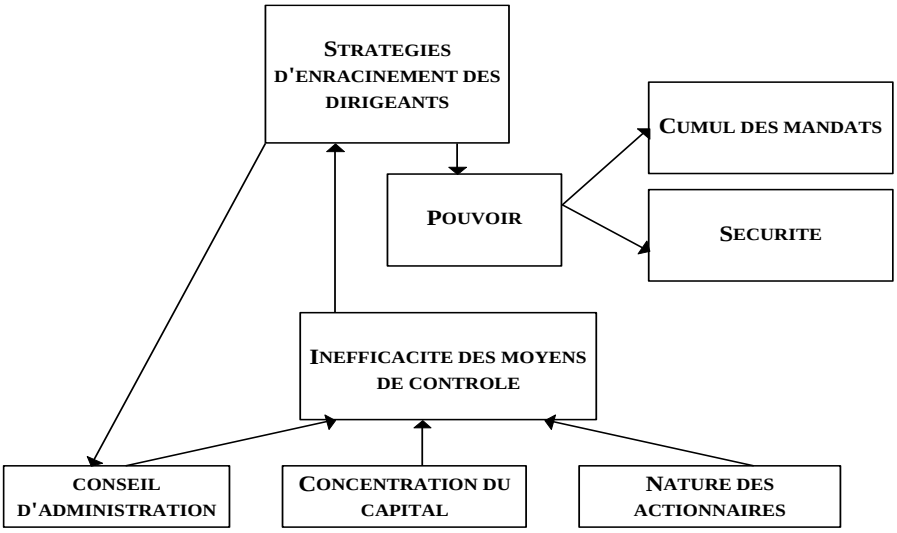
Le nombre de mandats d'administrateur peut constituer une évaluation des réseaux dont disposent les dirigeants pour collecter de l'information sur l'environnement et les opportunités d'investissement. En augmentant leur nombre de mandats d'administrateur, ils accroissent l'asymétrie d'information avec les différents partenaires de la firme. De plus l'appartenance à certains conseils d'administration confère un certain prestige et valorise leur capital humain.

Le nombre de mandats de Pdg constitue une évaluation de la rémunération des dirigeants (en supposant qu'à chaque mandat de Pdg correspond une rémunération distincte) ainsi qu'une évaluation de leur pouvoir à l'intérieur de la firme, puisqu'ils disposent d'un accès direct à l'information et de la possibilité d'utiliser les ressources pour valoriser leur capital humain. Les différents mandats de Pdg étant occupés bien souvent à l'intérieur du groupe, ils peuvent donc constituer un indicateur de l'influence des dirigeants sur leurs actionnaires.

Le schéma ci-dessous présente les différentes interactions entre les stratégies d'enracinement et les structures de contrôle de la firme.

Nous proposons de tester ces interactions dans le chapitre II.

Figure 9 : Stratégie d'enracinement, cumul des mandats et inefficacité des structures de contrôle



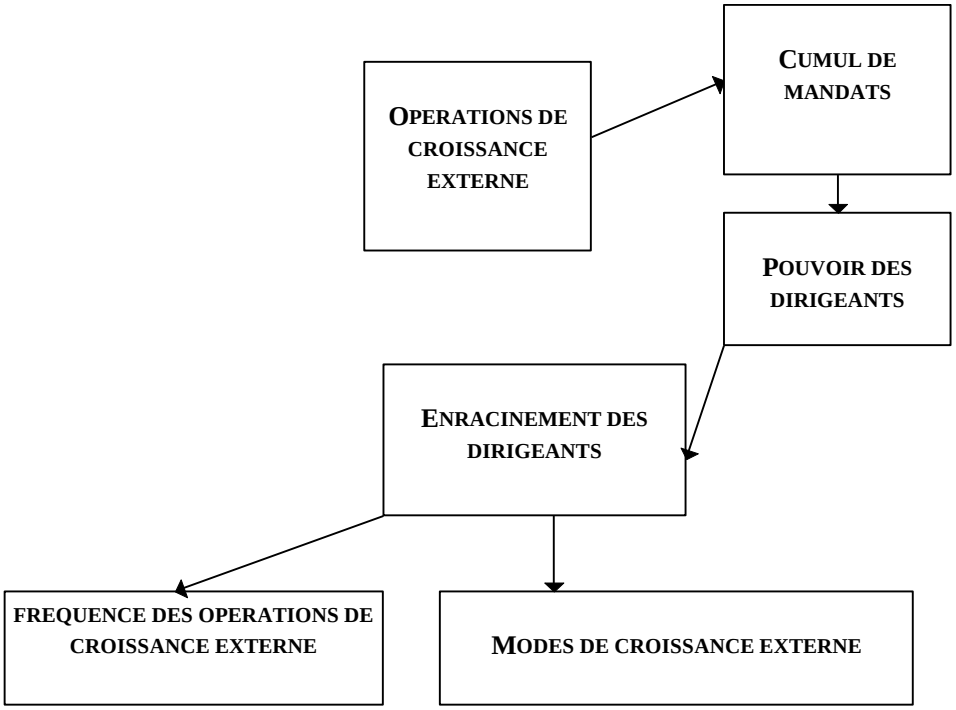
Nous chercherons ensuite à déterminer l'influence des opérations de croissance externe sur l'enracinement des dirigeants.

B) LE ROLE DE LA CROISSANCE EXTERNE DANS L'ENRACINEMENT

L'objectif de ce chapitre sera de déterminer si la politique d'investissement peut permettre aux dirigeants d'accroître leur enracinement et de tester si les investissements réalisés dépendent du pouvoir de l'équipe managériale à l'intérieur de la firme. En particulier, le recours à certaines formes d'opération nécessite-t-il un enracinement fort de l'équipe managériale?

Le schéma ci-dessous détaille les relations que nous proposons de tester dans le chapitre III.

Figure 10 : Enracinement et croissance externe



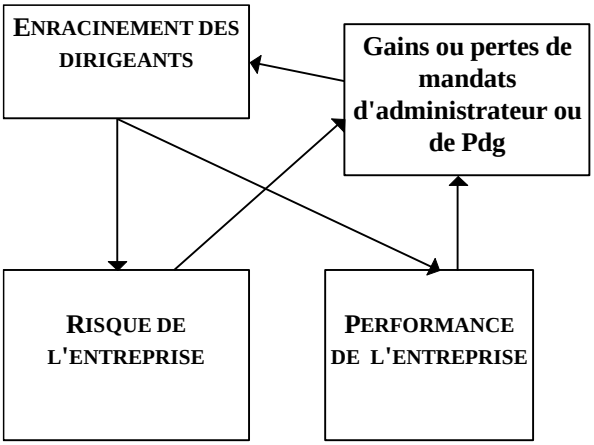
Enfin le chapitre IV devra nous permettre de dégager l'influence de l'enracinement sur la performance de la firme et l'utilisation de celle-ci par les dirigeants pour accroître leur pouvoir.

C) L'IMPACT DE L'ENRACINEMENT SUR LES PERFORMANCES DES ENTREPRISES

Nous avons établi précédemment que la performance de la firme devait constituer une contrainte pour les dirigeants. Nous tenterons de vérifier cette hypothèse dans le chapitre IV. Nous souhaitons également au cours de ce chapitre mettre en évidence la possibilité pour les équipes dirigeantes d'utiliser la croissance et le risque de l'entreprise pour s'enraciner. Enfin nous tenterons de répondre à la dernière question de notre problématique : l'enracinement des dirigeants est-il nuisible à la richesse des actionnaires ?

Le schéma ci-dessous résume les différentes relations que nous souhaitons tester.

Figure 11 : Influence de l'enracinement sur la rentabilité de la firme


ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS
Gains ou pertes de mandats d'administrateur ou de Pdg
RISQUE DE L'ENTREPRISE
PERFORMANCE DE L'ENTREPRISE

CHAPITRE II. L'ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS, LE CUMUL DES MANDATS ET LE CONSEIL D'ADMINISTRATION

Nous allons tenter au cours de ce chapitre de décomposer le processus d'enracinement des dirigeants au cours du temps. Il s'agit de montrer comment les équipes managériales construisent leur pouvoir à l'intérieur de l'entreprise.

I. UNE APPLICATION DE L'ENRACINEMENT AU CUMUL DES MANDATS PAR LES DIRIGEANTS

Nous centrons notre analyse sur le cumul des mandats d'administrateur (ou assimilés) et des mandats de Président de Conseil d'Administration par les dirigeants d'entreprise. Ces mandats sont importants pour leurs stratégies d'enracinement car ils leur permettent de développer des réseaux et d'accroître leur accès à l'information.

Nous supposons que les mandats d'administrateur permettent aux dirigeants de valoriser leur capital humain en développant des réseaux et en collectant de l'information. Cette valorisation de leur capital humain aura pour effet d'accroître leur pouvoir sur leurs actionnaires. Il leur sera alors possible d'utiliser cet accroissement de pouvoir pour obtenir des postes de Président de Conseil d'Administration. Ces mandats leur permettent de bénéficier de rémunérations supplémentaires et de ressources importantes pour établir des contrats implicites avec les différents partenaires.

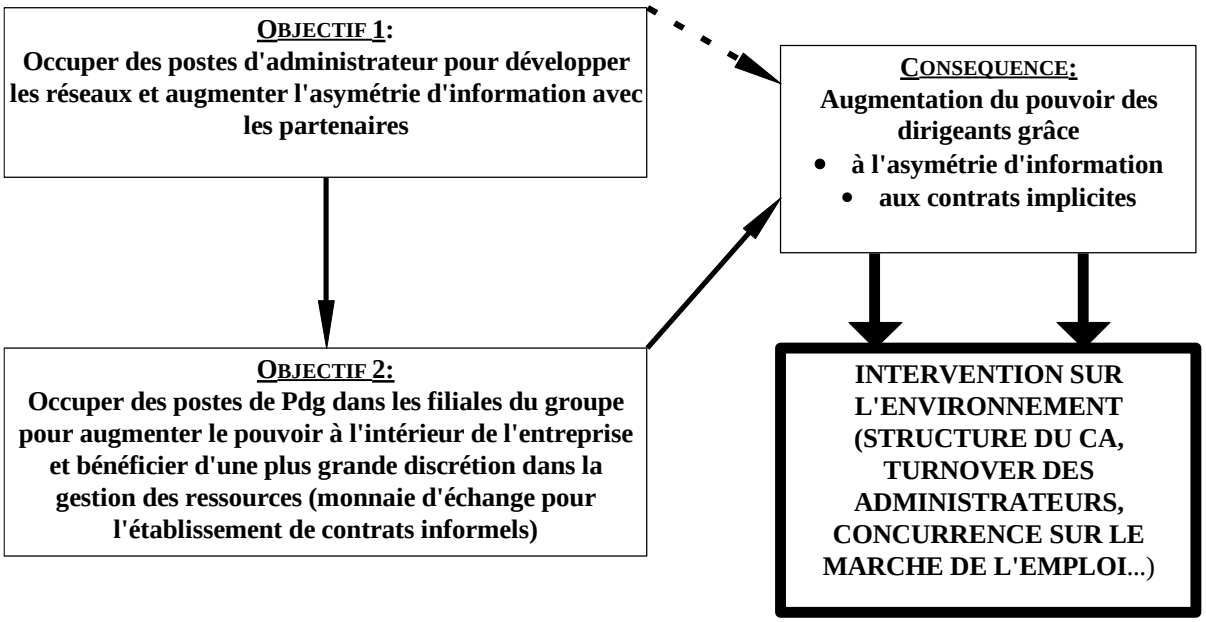
Ces postes contribuent donc à augmenter le pouvoir des dirigeants auprès des différents partenaires de l'entreprise.

Ils bénéficient alors d'une situation privilégiée auprès des actionnaires. Ils disposent d'une forte asymétrie d'information, d'un contrôle direct sur les ressources de l'entreprise et de certaines de ses filiales et d'une rémunération plus

importante.

Il est possible d'illustrer l'analyse précédente par le schéma suivant.

Figure 12 : Utilisation des postes d'administrateur et de Pdg par les dirigeants pour s'enraciner



Nous allons tester à présent l'analyse précédente sur des données provenant de la Banque de France et de la base Dafsaliens.

La première base fait état des dates de prise de fonction et du nombre de mandats par dirigeant. La deuxième nous a permis de représenter à partir d'indicateurs la structure du conseil d'administration (pourcentage d'administrateurs internes et externes, évolution de ces pourcentages sur la période 1988-1993).

A) LES DIRIGEANTS DOIVENT ACCUMULER DES POSTES D'ADMINISTRATEUR POUR AUGMENTER LEUR POUVOIR A L'INTERIEUR DE L'ENTREPRISE

Nous supposons que pour s'enraciner les dirigeants doivent disposer d'avantages dont leurs concurrents sur le marché de l'emploi ne sont pas pourvus. A cet égard leur capital humain peut constituer une ressource rare et le développement de celui-ci devrait leur permettre de se différencier des autres équipes dirigeantes.

Nous avons insisté précédemment sur le rôle important de l'asymétrie d'information et des contrats informels passés avec les différents partenaires de la firme. La participation des dirigeants au conseil d'administration d'entreprises[196] (filiales du groupe qu'ils dirigent ou externes à leur entreprise) leur permet d'accéder à des informations sur leur environnement (évolution des secteurs, projets de loi du gouvernement, évolution de la concurrence...) et de bénéficier de réseaux grâce aux contacts établis avec d'autres dirigeants ou administrateurs. Ces deux éléments devraient contribuer à valoriser leur capital humain auprès de leurs actionnaires. L'accroissement de pouvoir résultant de cette situation sera perçu à travers le nombre de postes de Pdg occupés par les dirigeants pour une même période.

Nous nous proposons de tester cette hypothèse à travers la relation suivante :

$$NPCA = CST + a.NADM + b.\ NPCA0 + \varepsilon$$

avec

- NPCA : Le nombre de postes de Président du Conseil d'Administration occupés

[196]Certains dirigeants exercent plus de 10 mandats d'administrateur, pour une revue des "cumulards" lire l'enquête sur le Gouvernement d'Entreprise parue dans "Le Nouvel Economiste";

par les dirigeants au 31/12/93

- NADM : Le nombre de postes d'administrateur (ou équivalent tel que membre du conseil de surveillance...) occupés au 31/12/93
- NPCA0 : le nombre de postes de Président du Conseil d'Administration occupés par les dirigeants au cours des périodes précédentes (mandats terminés)
- CST : une constante
- ε : une variable d'erreur

L'échantillon retenu pour ce test provient d'une base de données de la Banque de France prenant en compte les différents mandats occupés par les dirigeants d'entreprises cotées et mise à jour au 31/12/93.

Le tableau suivant résume les caractéristiques des variables de l'échantillon. On remarque que le nombre moyen de postes de Pdg occupés par les dirigeants au cours de la même période est supérieur à 2 et que le nombre moyen de postes d'administrateur est supérieur à 8. En moyenne les dirigeants occupent donc plus de 10 postes simultanément.

Tableau 10 : Statistiques sur les mandats et les dirigeants

Variable	Moyenne	Variance	Maximum	Minimum
NPCA	2.529	3.507	19	1
NPCA0	2.789	7.359	20	1
NADM	8.091	26.928	48	1
AGE (en 1993)	55.67	86.254	90	32
Durée Pdg (en jours)	2833	5647321	221276	175

707 dirigeants ont été retenus pour la réalisation du test.

Les résultats sont les suivants :

N°1013; 8/09/95; pp 45-62.

Tableau 11 : Influence du nombre de mandats d'administrateur et de l'expérience des dirigeants sur le cumul des mandats de Pdg

Variable	Coefficient	T de Student[197]	Significativité
NPCA0	0.136954	2.244	0.0263
NADM	0.191732	6.914	0.000
CST	0.547873	1.755	0.814
R^2 ajusté	0.32110	Nombre d'individus : 707	

Les deux variables retenues sont donc significatives au seuil de 5%. Le coefficient de détermination reste relativement faible.

Le nombre de postes d'administrateur (ou équivalent) est très significatif et semble confirmer l'importance de l'asymétrie d'information dans les stratégies d'enracinement des dirigeants.

Ces résultats confirment l'hypothèse selon laquelle la constitution de réseaux et l'asymétrie d'information permettent aux dirigeants d'accroître leur pouvoir sur les actionnaires. Il faut à présent déterminer si les dirigeants vont utiliser ce pouvoir pour augmenter leur sécurité d'emploi.

B) LES MANDATS DE PDG PERMETTENT AUX DIRIGEANTS D'AUGMENTER LEUR SECURITE D'EMPLOI

Les postes de Pdg occupés par les dirigeants sont extrêmement précieux pour poursuivre une stratégie d'enracinement et bénéficier des avantages qu'elle peut procurer. On peut en effet penser qu'à chaque mandat de Pdg correspond une rémunération complète de Pdg. Ce qui implique qu'un dirigeant qui se fait nommer Pdg d'une des filiales de son groupe touchera une rémunération supplémentaire[198]. Les avantages d'une telle situation sont donc considérables.

[197]La normalité des résidus a été testée avec la méthode de Kolmogorov et Smirnov, l'hypothèse de normalité des résidus ne peut être rejetée, les tests de significativité sont donc valides.

[198]Ex: G.Dejouany est Pdg de la Compagnie Générale des Eaux, Pdg de la SGE, Pdg de la Compagnie des Eaux et de l'Ozone, et occupe par ailleurs plus de dix mandats d'administrateur dans

Ces postes permettent également aux dirigeants de bénéficier de ressources importantes pour établir des contrats implicites avec les partenaires. Ils disposent à cet effet d'un contrôle direct sur les ressources des entreprises qu'ils dirigent et peuvent user de leur pouvoir discrétionnaire pour affecter ces ressources à une utilisation qui valorisera leur capital humain auprès des actionnaires ainsi que sur le marché de l'emploi. Ces "investissements" ne nuisent pas nécessairement aux actionnaires, les contrats implicites peuvent constituer des sources de rentes importantes (une meilleure motivation du personnel, des conditions de crédit plus favorables...).

Enfin les postes de Pdg fournissent aux dirigeants un accès privilégié à l'information, et la possibilité d'agir sur les données fournies aux actionnaires. Ils permettent donc à l'équipe dirigeante d'accroître son avantage informationnel sur les partenaires de l'entreprise, et de bénéficier ainsi d'une ressource rare.
En conséquence, le nombre de postes de Pdg occupés constitue une source de pouvoir devant favoriser la sécurité d'emploi des dirigeants.
L'âge des dirigeants est également une variable importante de l'analyse, il permet de prendre en compte leur expérience dans la profession et en quelque sorte leur enracinement.

Nous allons tester cette hypothèse à travers la relation suivante :

$$DPCA = CST + a.NPCA + b.AGE + \varepsilon$$

avec :

- DPCA : la durée de mandat de Pdg calculée pour les mandats en cours au 31/12/93. Lorsqu'un dirigeant occupe plusieurs mandats en même temps, la durée la plus longue a été retenue.
- NPCA : le nombre de postes de Pdg occupés au 31/12/93.
- AGE : L'âge des dirigeants en 1993.
- CST : une constante
- ε une variable d'erreur

---

d'autres entreprises.

L'échantillon retenu pour ce test est le même que précédemment.

Le nombre de mandats de Pdg constitue une mesure du pouvoir des dirigeants sur les actionnaires. La théorie de l'enracinement suppose que plus les dirigeants sont enracinés, plus ils ont de possibilités d'augmenter leur enracinement. Les dirigeants plus âgés devraient donc être plus difficiles à contrôler pour les actionnaires.

Les résultats obtenus sont les suivants :

Tableau 12 : Influence de l'enracinement sur la durée des mandats des dirigeants

Variable	Coefficient	T de Student	Significativité
AGE	76.243258	8.514	0.000
NPCA	368.300467	8.294	0.000
CST	-2344.427491	-4.413	0.000
R^2 ajusté	0.14893	Nombre d'individus :	707

Le R^2 est faible, mais les variables prises en compte dans la relation sont très significatives. La durée des mandats des dirigeants est donc fortement influencée par le nombre de postes de Pdg qu'ils occupent ainsi que par leur âge.

La stratégie d'enracinement des dirigeants peut donc être schématisée de la façon suivante :

Cumul des postes d'administrateur ⇒ Cumul des postes de Pdg ⇒ Accroissement de la sécurité d'emploi

Nous proposons à présent de tester si les dirigeants ont la possibilité à travers leur enracinement d'influencer leur environnement, et en particulier les organes chargés de leur contrôle.

II. L'ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS INFLUENCE-T-IL LES SYSTEMES DE CONTROLE ?

La théorie de l'enracinement suppose que les dirigeants vont tenter de modifier leur environnement pour accroître leur pouvoir auprès des partenaires de l'entreprise.
Il est possible, qu'ils tentent d'intervenir sur les structures chargées de leur contrôle. Le conseil d'administration constitue un organe de contrôle important, sur lequel les dirigeants peuvent intervenir, notamment en modifiant sa composition.

Dans cette optique, nous proposons de tester deux hypothèses :

- la première concerne la rotation des administrateurs
- la deuxième concerne la répartition entre administrateurs internes et externes à l'intérieur du conseil d'administration.

A) LE TURNOVER DES ADMINISTRATEURS EST CORRELE AVEC L'ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS

Nous proposons dans un premier temps de tester si l'enracinement des dirigeants a une influence sur la rotation des membres du conseil d'administration.
Nous avons mesuré le turnover des conseils d'administration sur la période 1988-1993, les données sont exprimées en pourcentages.
Les variables retenues pour mesurer l'enracinement des dirigeants sont les suivantes :

- La durée du mandat de Pdg au 31/12/93
- L'âge en 1993 des dirigeants
- Le nombre de postes de Pdg occupés au 31/12/93.

Trois hypothèses sont en concurrence :
Les deux premières impliquent que les dirigeants ont une influence sur le turnover des membres du conseil d'administration, la troisième suppose que la désignation

des administrateurs est faite indépendamment des dirigeants.

H1. Le turnover des membres du Conseil d'administration est positivement corrélé avec les variables "d'enracinement". En favorisant une rotation rapide des administrateurs, les dirigeants conservent un avantage informationnel, en bénéficiant d'une expérience plus grande que celle des membres du conseil d'administration concernant l'interprétation des informations de la firme. Une telle stratégie permettrait d'éviter les phénomènes d'apprentissage permettant aux administrateurs de mieux percevoir les comportements des dirigeants au cours du temps.

H2. Le turnover des membres du Conseil d'administration est négativement corrélé avec les variables "d'enracinement". Dans ce cas, les dirigeants essayent de stabiliser la composition du conseil pour conserver des administrateurs qui ne s'opposent pas à leur stratégie ou avec lesquels ils ont établi des relations informelles.

H3. Le turnover des administrateurs est indépendant des variables d'enracinement. Dans ce cas, les stratégies d'enracinement des dirigeants n'influencent pas le conseil d'administration.

La relation testée est donc la suivante :

$$Turnover_CA = CST + a.NPCA + b.Age + c.DPCA + \varepsilon$$

Avec :

- Turnover_CA : La rotation des administrateurs mesurée en pourcentage sur la période 1988-1993. Le ratio est défini de la façon suivante:

(Nombre d'administrateurs présents en 1988 - Administrateurs présents en 1988 et absents en 1993) / (Nombre d'administrateurs présents en 1988)

- NPCA : Le nombre de postes de Pdg occupés au 31/12/93.
- Age : L'âge des dirigeants au 31/12/93.
- DPCA : La durée du mandat de Pdg au 31/12/93.
- CST : une constante

- ε : une variable d'erreur

Les résultats obtenus sont récapitulés dans le tableau ci-dessous.

Tableau 13 : Influence de l'enracinement des dirigeants sur la rotation des administrateurs

Variable	Coefficient	T de Student	Significativité
DPCA	-0.000059	-4.214	0.000
AGE	-0.02197	-0.838	0.437
NPCA	0.009494	1.026	0.366
CST	0.752527	5.041	0.000
R^2 ajusté	**0.11675**	**Nombre d'individus :**	**135**

Seule la durée du mandat de Pdg est significative au seuil de 5%. Ce résultat corrobore la deuxième hypothèse, selon laquelle les dirigeants enracinés stabiliseraient la composition de leur conseil d'administration. Le coefficient de détermination est cependant très faible (11.67%).

Il faut à présent nous intéresser à l'influence de l'enracinement des dirigeants sur la composition de leur conseil d'administration.

B) L'ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS FAVORISE-T-IL LA NOMINATION D'ADMINISTRATEURS INTERNES ?

La présence d'administrateurs externes au conseil est considérée comme un gage de l'efficacité du contrôle exercé par celui-ci sur la gestion des dirigeants[199]. Les dirigeants désireux de bénéficier d'une plus grande liberté d'action et disposant du

[199]De nombreuses études ont montré que le nombre d'administrateurs externes au sein du conseil d'administration avait une influence positive sur la valeur de la firme. Cf. notamment:
Weisbach.M.S; (1988); Outside Directors and CEO Turnover; Journal of Financial Economics; vol 20; pp 230-252.
Shivdasani.A; (1993); Board Composition, Ownership Structure and Hostile Takeovers; Journal of Accounting and Economics; Vol 16; p16-37.

pouvoir suffisant pour influencer la nomination des administrateurs[200] devraient donc favoriser la nomination d'administrateurs internes.

Nous avons mesuré la variation du pourcentage d'administrateurs internes dans le conseil d'administration sur la période 1988-1993. Nous allons étudier la relation entre cette variation et les variables d'enracinement.

VARINT= CST + a.NPCA+ b.DPCA + c.Age + ε

Avec :

- VARINT : la variation du pourcentage d'administrateurs interne sur la période 1988-1993.La valeur est exprimée en pourcentage de variation sur la période.

(% INTERNE 88-% INTERNE 93) / (% INTERNE 88)

- NPCA : Le nombre de postes de Pdg occupés par les dirigeants au 31/12/93
- DPCA : La durée du mandat de Pdg au 31/12/93
- Age : L'âge des dirigeants au 31/12/93
- CST : une constante
- ε : une variable d'erreur

Tableau 14 : Influence de l'enracinement des dirigeants sur la composition du conseil d'administration

Variable	Coefficient	T de Student	Significativité
DPCA	0.0000588	1.374	0.1717
AGE	0.004343	1.013	0.3127
NPCA	0.030222	0.509	0.6114
CST	-0.889836	-1.835	0.688
R^2 ajusté	**0.0497**	**Nombre d'individus :**	**135**

Aucune des variables n'est significative, l'enracinement des dirigeants ne semble pas influencer la nomination d'administrateurs internes au conseil d'administration.

[200]Dans leur étude sur les conseils d'administration en France, Charreaux et Pitol-Belin (1990) remarquent que le recrutement des nouveaux administrateurs se fait dans la majorité des cas sur proposition du président du conseil d'administration ou du président du conseil de surveillance.
Cf. Charreaux.G et Pitol-Belin J.P (1990); Le conseil d'administration; Vuibert Gestion, p 152.

Ce résultat pourrait être fatal pour la théorie, en démontrant que l'enracinement des dirigeants ne leur permet pas d'influencer les structures de contrôle. Cependant il faut s'interroger sur l'efficacité de ces moyens de contrôle. En particulier, les administrateurs externes peuvent-ils s'opposer au cumul des mandats par les dirigeants ? Dans le cas contraire, on peut supposer que les dirigeants n'ont pas à influencer la composition du conseil d'administration dans la mesure où celui-ci ne contrarie pas leur stratégie.

III. ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS ET CONTROLE DE LA GESTION PAR LE CONSEIL D'ADMINISTRATION

Les administrateurs externes, du fait de leur plus grande indépendance à l'égard des dirigeants, sont supposés exercer un contrôle plus efficace sur la gestion de ces derniers. Nous allons tester si la composition du conseil d'administration peut influencer le cumul des mandats par les dirigeants.
Le cumul des mandats d'administrateur ou de Pdg par les dirigeants pose le problème de leur disponibilité pour accomplir des tâches résultant de leurs différents mandats[201].

Dans un premier temps, nous allons tester si les administrateurs externes sont en mesure de s'opposer au cumul des mandats d'administrateur par les dirigeants.
Dans un deuxième temps, nous testerons si la présence d'administrateurs externes influence le cumul des mandats de Pdg.

Nous prenons comme définition des administrateurs externes, les administrateurs ne se trouvant pas liés hiérarchiquement aux dirigeants (salariés, cadres...). Les personnes extérieures à l'entreprise ainsi que les actionnaires de celle-ci sont donc inclus dans notre définition.

A) LE NOMBRE DE POSTES D'ADMINISTRATEUR OCCUPES PAR LES DIRIGEANTS EST-IL INFLUENCE PAR LA STRUCTURE DU CA ?

Le cumul des mandats d'administrateur constitue la première étape permettant aux dirigeants de s'enraciner dans leur entreprise en valorisant leur capital humain. Nous allons tester si la composition du conseil d'administration a une influence sur le nombre de mandats exercés par leur Pdg.

La théorie de l'enracinement suppose l'inefficacité relative des moyens de contrôle sur la gestion. Plus les dirigeants sont enracinés et moins les organes de contrôle seront en mesure de s'opposer à leur stratégie. Il découle de cette hypothèse que le conseil d'administration peut souhaiter que leurs dirigeants occupent un certain nombre de postes d'administrateur dans d'autres entreprises, cependant si les dirigeants dépassent le nombre recommandé par le conseil, ce dernier risque fort de ne plus être en mesure de les contraindre à abandonner ou à refuser de nouveaux postes.

Autrement dit, la théorie de l'enracinement suppose que la composition du conseil ne devrait pas avoir d'influence sur le cumul des postes d'administrateur par les équipes managériales.

L'échantillon retenu est composé de 135 dirigeants encore en fonction au 31/12/93.

Les administrateurs externes sont classés en deux catégories :

- les personnalités externes à l'entreprise
- les actionnaires de l'entreprise.

La relation testée est la suivante :

$$NADM = CST + a.ExtCA + b.\ ActCA + \varepsilon$$

avec :

- NADM : Le nombre de postes d'administrateur occupés par les dirigeants au 31/12/93.

---

[201] Charreaux.G et Pitol-Belin J.P (1990); Op cité.

- ExtCA : les membres du conseil d'administration externes à l'entreprise en 1993.
- ActCA : les membres du conseil d'administration également actionnaires de l'entreprise en 1993.
- CST : une constante
- ε : une variable d'erreur

Tableau 15 : Influence de la composition du conseil d'administration sur le cumul des mandats d'administrateur par les dirigeants

Variable	Coefficient	T de Student	Significativité
ExtCA	-0.07031	-0.250	0.8032
ActCA	-0.025078	-0.415	0.6786
CST	9.951427	5.113	0.0000
R^2 ajusté	**0.0145**	**Nombre d'individus : 135**	

Aucune des variables retenues n'est significative, ce qui implique que la composition du conseil d'administration n'influence pas le cumul des mandats d'administrateur par les dirigeants.

B) L'INFLUENCE DE LA STRUCTURE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION SUR LE CUMUL DES MANDATS DE PDG PAR LES DIRIGEANTS

Nous allons réaliser le même type de test pour les mandats de Pdg. Théoriquement ces mandats devraient être plus facilement contrôlables par les administrateurs car ils sont occupés bien souvent à l'intérieur même du groupe[202]. Les dirigeants de l'entreprise se font nommer Pdg d'une ou plusieurs filiales. Les administrateurs ont donc la possibilité de s'opposer à une telle nomination puisqu'ils en sont à l'origine.

L'indépendance théorique du CA devrait donc lui permettre de limiter le nombre de mandats de Pdg occupés par les dirigeants de la firme. Cependant la théorie de l'enracinement nous indique que l'indépendance des administrateurs, fussent-ils

[202]Les différents postes de Pdg occupés par Guy Dejouany en plus de son mandat à la Compagnie Générale des Eaux, sont exercés dans des filiales du groupe.

externes ou actionnaires, ne leur confère pas nécessairement le pouvoir suffisant à l'égard des dirigeants pour les contraindre. En particulier, lorsque ces derniers bénéficient d'un capital humain important en termes de réseau et d'un accès privilégié à l'information (sur l'entreprise ou sur l'environnement), les membres du conseil sont obligés d'accepter un certain nombre de concessions pour conserver les rentes et quasi-rentes qu'ils génèrent.

Nous testerons la relation suivante :

NPCA = CST + a.ExtCA + b. ActCA + ε

avec :

- NPCA : le nombre de postes de Pdg occupés par les dirigeants au 31/12/93
- ExtCA : les membres du conseil d'administration externes à l'entreprise en 1993.
- ActCA : les membres du conseil d'administration également actionnaires de l'entreprise en 1993.
- CST : une constante
- ε : une variable d'erreur

Tableau 16 : Influence de la composition du conseil d'administration sur le cumul des mandats de Pdg par les dirigeants

Variable	Coefficient	T de Student	Significativité
ExtCA	-0.08012	-0.678	0.4990
ActCA	-0.20182	-0.897	0.3715
CST	3.970092	4.570	0.0000
R^2 ajusté	**0.0688**	**Nombre d'individus :**	**135**

Aucune des variables retenues n'est significative, la composition du conseil d'administration n'influence pas le cumul des mandats de Pdg par les dirigeants.

On peut supposer que la distinction entre administrateurs externes "indépendants" et administrateurs internes "influençables" ne prend pas en compte la possibilité pour les dirigeants d'établir des contrats informels avec les administrateurs externes. Il est également possible que des échanges de mandats d'administrateurs aient lieu entre les dirigeants. Les phénomènes de réseaux peuvent donc influencer

fortement l'efficacité du conseil d'administration.

IV. CONCLUSION

Il semble que la composition du conseil d'administration et en particulier le pourcentage d'administrateurs "indépendants" n'ait pas d'influence sur le cumul des mandats des dirigeants.
Ces derniers n'ont donc pas à modifier la composition du conseil en favorisant par exemple la nomination d'administrateurs internes plus facilement contrôlables, puisqu'ils ont la possibilité de contenir le conseil par d'autres moyens (asymétrie d'information, contrats implicites...). Ceci peut expliquer pourquoi les résultats des tests réalisés précédemment sur l'influence de l'enracinement sur la nomination d'administrateurs internes (2.3.2) ne sont pas significatifs. En revanche les résultats concernant le turnover du conseil d'administration (2.3.1) semblent confirmer l'importance des contrats implicites entre les dirigeants et les administrateurs.

L'utilisation du cumul des mandats dans les stratégies d'enracinement des dirigeants semble également confirmée par notre étude.

CHAPITRE III. L'INFLUENCE DE LA STRUCTURE DE PROPRIETE SUR LE CUMUL DES MANDATS

En dissociant la propriété du contrôle de la firme, les "nouvelles théories" ont mis à jour les conflits d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants. Les arguments développés par Berle et Means (1932) s'appliquent aux sociétés dont le capital est largement dispersé entre une multitude de petits actionnaires. Dès lors certains auteurs ont supposé que la concentration du capital pouvait avoir une influence importante sur la performance de la firme et le comportement des dirigeants. En effet, la dispersion du capital n'incite pas les actionnaires à investir dans l'acquisition d'information ou dans des actions en justice contre les dirigeants, en

raison des coûts importants que de telles actions peuvent engendrer. Ces coûts peuvent dépasser le montant des gains pour des actionnaires disposant d'une faible partie du capital. En revanche pour des actionnaires plus important, le coût du contrôle peut être relativement plus faible compte tenu de l'incidence des variations de richesse de la firme sur leur patrimoine. Les actionnaires majoritaires auront donc plus d'incitations que les actionnaires minoritaires à entreprendre des actions ayant pour objectif d'accroître le contrôle sur la gestion des dirigeants.

I. CONCENTRATION DU CAPITAL ET CUMUL DES MANDATS PAR LES DIRIGEANTS

Demsetz (1983)[203], Demsetz et Lehn (1985)[204], Shleifer et Vishny (1986)[205], Agrawal et Mandelker (1990)[206] supposent que la concentration du capital peut avoir une influence sur la performance des entreprises. La présence d'actionnaires majoritaires peut accroître le contrôle exercé sur la gestion des dirigeants. En effet dans une entreprise à actionnariat dispersé, aucun des actionnaires n'a intérêt à investir dans le contrôle de la gestion de la firme, puisqu'il devra supporter seul le coût du contrôle (recherche d'information, procédures administratives ou judiciaires[207]...) alors que tous les actionnaires bénéficieront des effets liés à un meilleur suivi de la gestion des dirigeants par les propriétaires de la firme. Ce problème de Free-rider peut donc être à l'origine d'une inefficacité relative des systèmes de contrôle de la gestion des entreprises.

---

[203]Demsetz.H; (1983); The structure of ownership and the theory of the firm; Journal of Law and Economics; Vol 26; pp 375-390.

[204]Demsetz.H et K.Lehn; (1985); The structure of corporate ownership : causes and consequences; Journal of Political Economy; N°93; pp 1155-1177.

[205]Shleifer.A et R.W.Vishny (1986); Large Shareholders and corporate controle; Journal of Political Economy; vol 94; pp 461- 479.

[206]Agrawal.A et G.Mandelker (1990); Large shareholders and the monitoring of managers: the case of antitakeover charter amendements; Journal of Financial and Quantitative Analysis; N°25; pp 143-161.

[207]Il faut cependant noter que l'organisation des actionnaires minoritaires en association permet d'éviter les effets néfastes de la dilution du capital en permettant aux différents membres de répartir le coût du contrôle tout en partageant le bénéfice (Cf. Déminor dans l'affaire Schneider en 1992).

De plus, il est possible que les actionnaires majoritaires aient un portefeuille moins diversifié que les autres actionnaires minoritaires. Ils seront donc plus sensibles aux variations de la valeur de la firme puisque les effets de celles-ci ne seront pas marginaux sur leur patrimoine.

Par conséquent la concentration de l'actionnariat devrait avoir une influence positive sur le contrôle des dirigeants par les propriétaires de la firme.

En particulier lorsque le capital de la firme est concentré, les actionnaires majoritaires, plus impliqués dans la gestion de l'entreprise en raison des conséquences non négligeables que celle-ci peut avoir sur leur patrimoine, devraient être en mesure de s'opposer au cumul des mandats par les dirigeants. Ils devraient être susceptibles d'empêcher l'accumulation de mandats de Pdg par les équipes dirigeantes.

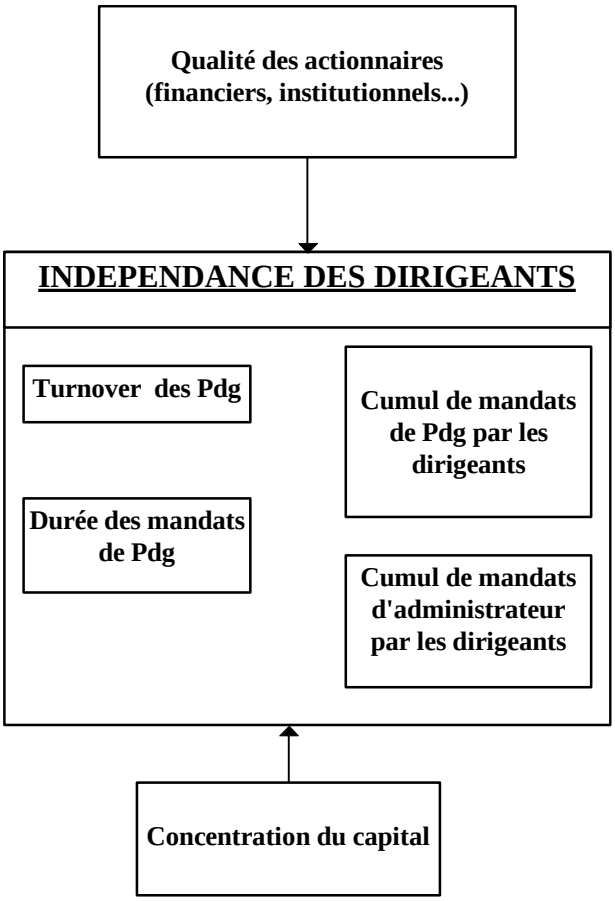
Cependant la théorie de l'enracinement suppose que les actionnaires majoritaires ne seront pas en mesure de s'opposer aux stratégies d'enracinement des dirigeants, en raison notamment de leur plus grande dépendance à l'égard de la firme. Si la rupture du contrat des dirigeants implique la perte des rentes et des quasi-rentes qui leur sont associées, les actionnaires majoritaires se retrouvent dans une situation de dépendance beaucoup plus grande que les actionnaires minoritaires puisque ces derniers ne perdront qu'une fraction marginale de leur patrimoine. En conséquence les actionnaires majoritaires peuvent favoriser l'enracinement des dirigeants en leur accordant un soutien important, notamment en période de crise[208]. Le changement d'équipe présente en effet plus de risque pour les actionnaires majoritaires que pour les actionnaires disposant d'un portefeuille diversifié.

La concentration du capital ne devrait donc pas avoir d'influence sur le cumul des mandats par les dirigeants.

De même, elle ne devrait pas influencer la durée des mandats des dirigeants, ou leur turnover .

Figure 13 : Illustration des tests de l'influence de l'actionnariat sur

l'indépendance des dirigeants



A) CONCENTRATION DU CAPITAL ET CUMUL DES MANDATS

Nous allons à présent tester les hypothèses précédentes sur l'absence d'influence de la concentration de l'actionnariat sur le cumul des mandats.

1/ CONCENTRATION DU CAPITAL ET CUMUL DE MANDATS D'ADMINISTRATEUR

Dans un premier temps nous allons réaliser les tests sur le cumul des mandats d'administrateur par les dirigeants.

---

[208]Cf. Lagardère après la faillite de la Cinq.

Nous testons les hypothèses suivantes :

H_0: La concentration de l'actionnariat a une influence négative sur le cumul des mandats d'administrateur par les dirigeants.

H_1: La concentration de l'actionnariat n'a aucune influence sur le cumul des mandats d'administrateur par les dirigeants. (théorie de l'enracinement)

Nous allons mesurer la concentration de l'actionnariat à travers deux variables provenant de la base Dafsaliens :

- la part de capital détenue par l'actionnaire le plus important en 1993.
- la part de capital détenue par les cinq actionnaires les plus importants en 1993.

La relation testée est donc la suivante:

NADM= CST + a.Part1/93 + b. Part5/93 + ε

avec:

NADM: le nombre de postes d'administrateur occupés par les dirigeants en 1993

CST: une constante

Part1/93: la part de capital détenue par l'actionnaire le plus important en 1993.

Part5/93: la part de capital détenue par les cinq actionnaires les plus importants en 1993.

ε: une variable d'erreur.

Tableau 17 : Influence de la concentration du capital sur le cumul des mandats d'administrateurs par les dirigeants

Variable	Coefficient	T de Student	Significativité
Part1/93	-0.27921	-0.746	0.4569
Part5/93	0.012190	0.306	0.7598
CST	9.941190	5.748	0.0000
R^2 ajusté	**0.0645**	**Nombre d'individus :**	**135**

Aucune des variables retenues n'est significative, la concentration du capital n'a pas d'influence sur le cumul des mandats d'administrateur par les dirigeants. Les prédictions de la théorie de l'enracinement semblent donc confirmées, les actionnaires majoritaires ne sont pas en mesure de s'opposer au cumul des mandats d'administrateur par les dirigeants.

2/ CONCENTRATION DU CAPITAL ET CUMUL DE MANDATS DE PDG

Nous proposons de tester l'influence de la concentration du capital sur le cumul des mandats de Pdg par les dirigeants. La théorie de l'enracinement suppose que la concentration du capital sera sans influence sur le cumul des mandats par les dirigeants, alors que la théorie de l'agence suppose que la concentration du capital peut empêcher les dirigeants d'accroître leurs avantages au détriment de ceux des actionnaires.

Nous testons les hypothèses suivantes :

H_0 : La concentration de l'actionnariat a une influence négative sur le cumul des mandats de Pdg par les dirigeants.

H_1 : La concentration de l'actionnariat n'a aucune influence sur le cumul des mandats de Pdg par les dirigeants.(théorie de l'enracinement)

Nous mesurons la concentration de l'actionnariat à travers deux variables provenant de la base Dafsaliens :

- la part de capital détenue par l'actionnaire le plus important en 1993.
- la part de capital détenue par les cinq actionnaires les plus importants en 1993.

La relation testée est donc la suivante :

NPCA= CST + a.Part1/93 + b. Part5/93 + ε

avec :

NPCA : le nombre de mandats de Pdg occupés par les dirigeants en 1993.

CST : une constante

Part1/93 : la part de capital détenue par l'actionnaire le plus important en 1993.

Part5/93 : la part de capital détenue par les cinq actionnaires les plus importants en 1993.

ε : une variable d'erreur.

Tableau 18 : Influence de la concentration du capital sur le cumul des mandats de Pdg par les dirigeants

Variable	Coefficient	T de Student	Significativité
Part1/93	-0.0008	-0.60	0.9523
Part5/93	-0.01882	-0.123	0.9025
CST	3.5031	5.256	0.0000
R^2 ajusté	**0.0073**	**Nombre d'individus : 135**	

Aucune des variables retenues dans l'analyse n'est significative, l'hypothèse H_0 doit donc être rejetée, les actionnaires majoritaires ne sont pas en mesure de s'opposer au cumul des mandats de Pdg par les dirigeants. Les prédictions de la théorie de l'enracinement semblent donc confirmées.

B) CONCENTRATION DU CAPITAL ET TURN-OVER DES DIRIGEANTS

Nous testons à présent la relation entre la concentration du capital et le turn-over des dirigeants. Demsetz (1983)[209], Shleifer et Vishny (1986)[210], Agrawal et Mandelker (1990)[211] supposent qu'il existe une corrélation positive entre la concentration du capital et l'efficacité du contrôle exercé sur la gestion de l'entreprise. Cette efficacité du contrôle peut être mesurée à travers le turnover des dirigeants qui sera d'autant plus élevé que le capital de la firme sera concentré. La théorie de l'enracinement prédit au contraire que la concentration du capital n'a pas d'influence sur le turnover des dirigeants dans la mesure où ces derniers ont la possibilité de maintenir leur liberté d'action en développant des rentes et des quasi-rentes managériales dont les actionnaires majoritaires sont dépendants. La modification de pouvoir résultant de cette situation ne permet pas aux propriétaires

[209]Demsetz.H; (1983); The structure of ownership and the theory of the firm; Journal of Law and Economics; Vol 26; pp 375-390.

[210]Shleifer.A et R.W.Vishny (1986); Large Shareholders and corporate controle; Journal of Political Economy; vol 94; pp 461- 479.

[211]Agrawal.A et G.Mandelker (1990); Large shareholders and the monitoring of managers: the case of antitakeover charter amendements; Journal of Financial and Quntitative Analysis; N°25; pp 143-161.

de l'entreprise de changer une équipe dirigeante dégageant une rentabilité minimum[212].

Nous testerons donc les hypothèses alternatives suivantes:

H_0 : La concentration du capital influence positivement le turnover des dirigeants.

H_1 : La concentration du capital n'a pas d'influence sur le turnover des dirigeants(Théorie de l'enracinement).

La relation testée est la suivante:

TurnPdg = CST + a.Part1/93 + b. Part5/93 + ε

avec :

- TurnPdg : le turn-over des Pdg mesuré sur la période 1988-1993.

Cette variable est calculée de la façon suivante :

(Durée de la période 1988 à 1993)/ Nombre de dirigeants sur la période

Lorsque cette variable augmente, le turnover des dirigeants diminue.

- Part1/93: la part de capital détenue par l'actionnaire le plus important en 1993.
- Part5/93: la part de capital détenue par les cinq actionnaires les plus importants en 1993.

ε : une variable d'erreur.

Tableau 19 : Influence de la concentration de l'actionnariat sur le turnover des dirigeants

Variable	Coefficient	T de Student	Significativité
Part1/93	-0.03028	-0.289	0.7734
Part5/93	-0.012461	-1.117	0.2661
CST	5.829016	12.018	0.0000
R^2 ajusté	0.002754	Nombre d'individus :	135

Aucune des variables retenues n'est significative, l'hypothèse H_0 doit donc être rejetée, la concentration du capital n'influence pas positivement le turnover des dirigeants.

Les prédictions de la théorie de l'enracinement semblent donc confirmées.

[212] Castanias et Helfat 1992 (op cité) supposent que les dirigeants gèrent l'entreprise comme ils

C) CONCENTRATION DU CAPITAL ET DUREE DES MANDATS DES DIRIGEANTS

Nous proposons à présent de tester l'influence de la concentration du capital sur la durée des mandats des dirigeants. Ce test devrait fournir les mêmes résultats que le test précédent. Les prédictions théoriques sont les mêmes que précédemment, la concentration du capital ne devrait pas avoir d'influence sur la durée de mandats des Pdg.

Nous testerons donc les hypothèses suivantes:

H_0: La concentration du capital a une influence négative sur la durée des mandats.

H_1: La concentration du capital n'a pas d'influence sur la durée des mandats des dirigeants (Théorie de l'enracinement).

La relation testée est donc la suivante:

DPCA = CST + a.Part1/93 + b. Part5/93 + ε

avec :

DPCA : Durée du mandat des dirigeants au 31/12/93

CST : une constante

Part1/93 : la part de capital détenue par l'actionnaire le plus important en 1993.

Part5/93 : la part de capital détenue par les cinq actionnaires les plus importants en 1993.

ε : une variable d'erreur.

Tableau 20 : Influence de la concentration de l'actionnariat sur la durée de mandat de Pdg des dirigeants

Variable	Coefficient	T de Student	Significativité
Part1/93	-12.5445	-1.257	0.2109
Part5/93	0.649803	0.061	0.9512
CST	3152.48	6.836	0.0000
R^2 ajusté	**0.01828**	**Nombre d'individus :**	**135**

l'entendent dès lors qu'ils dégagent une rentabilité minimum suffisante.

Aucune des variables retenues n'est significative, l'hypothèse H_0 peut donc être retenue, les prédictions de la théorie de l'enracinement semblent confirmées.

II. L'INFLUENCE DE LA NATURE DE L'ACTIONNARIAT SUR L'ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS

Nous proposons de tester l'influence de la nature de l'actionnariat sur l'enracinement des dirigeants à travers deux aspects, le cumul des mandats et le turn-over des dirigeants.

Certains auteurs supposent que la présence d'investisseurs financiers ou institutionnels dans le capital des firmes va avoir une influence positive sur leur performance, en raison notamment du contrôle exercé par ces actionnaires sur la gestion des dirigeants. Agrawal et Mandelker (1992)[213] remarquent que les plus gros actionnaires de nombreuses entreprises sont des investisseurs institutionnels ou financiers qui gèrent des portefeuilles pour le compte d'autres personnes. Actuellement plus de 40% des actions présentes sur le marché financier américain sont détenues par des investisseurs institutionnels ou financiers. Ces investisseurs particuliers louent les services d'experts en placements, en gestion de portefeuille... pour gérer leurs participations dans les entreprises. La présence d'investisseurs institutionnels ou financiers dans le capital de leur entreprise contraint les dirigeants à une meilleure gestion en raison des informations et des systèmes de contrôle dont disposent leurs actionnaires. Agrawal et Mandelker (1992) nomment cette situation "l'hypothèse d'investisseurs actifs"[214].

La théorie de l'enracinement suppose au contraire, que les montants importants investis par ces actionnaires particuliers vont accroître leur dépendance à l'égard des dirigeants. Les risques liés aux pertes des rentes et quasi-rentes associées aux dirigeants enracinés peuvent contraindre les actionnaires financiers et

[213]Agrawal.A et G.Mandelker; (1992); Shark repellents and the role of institutional investors in corporate governance; Managerial and Decisions Economics; Vol 13; pp 15-22.

institutionnels à soutenir les équipes managériales en place. Notons que ces actionnaires particuliers gèrent bien souvent des fonds pour le compte d'autres personnes (clients, Etat, assurés...). Les mauvaises performances associées à leurs placements peuvent avoir des effets très directs sur leur réputation, leur rentabilité... Il n'est donc pas de leur intérêt de provoquer un changement de dirigeants dans les entreprises dont ils sont actionnaires dès lors que la rentabilité dégagée est "satisfaisante". L'objectif n'est donc plus la maximisation de la valeur de leur participation, mais une rémunération suffisante pour compenser le risque qu'elle engendre. Les exigences en termes de rentabilité sont très différentes, puisque dans cette perspective la rémunération apparaît comme une contrainte minimum.

Nous allons tester cette hypothèse en étudiant l'influence de la nature des actionnaires sur le cumul des mandats par les dirigeant.

1/ NATURE DE L'ACTIONNARIAT ET CUMUL DES MANDATS PAR LES DIRIGEANTS

Nous opposerons les deux hypothèses suivantes :

H_0 : La présence d'actionnaires financiers ou institutionnels dans le capital de la firme influence négativement le cumul des mandats par les dirigeants

H_1 : La présence d'actionnaires financiers ou institutionnels dans le capital de la firme n'influence pas le cumul des mandats par les dirigeants.

Les relations testées sont les suivantes :

- Pour le cumul de mandats d'administrateur par les dirigeants

NADM = CST + % FIN + % INST + ε

- Pour le cumul des mandats de Pdg par les dirigeants

NPCA = CST + % FIN + % INST + ε

---

[214] Op cité; p15.

avec :

- NPCA : le nombre de postes de Pdg occupé par les dirigeants au 31/12/1993
- NADM : le nombre de postes d'administrateur occupés par les dirigeants au 31/12/93
- CST : une constante
- % FIN : le pourcentage de capital détenu par les actionnaires financiers au 31/12/93
- % INST : le pourcentage de capital détenu par les actionnaires institutionnels au 31/12/93
- ε : une variable d'erreur

Les résultats obtenus sont résumés dans les tableaux ci dessous.

Tableau 21 : Influence de la nature des actionnaires sur le cumul des mandats d'administrateur par les dirigeants

Variable	Coefficient	T de Student	Significativité
%FIN	0.044218	1.590	0.1143
%INST	0.07121	0.157	0.8752
CST	8.803342	13.334	0.0000
R^2 ajusté	**0.00420**	**Nombre d'individus :**	**135**

Tableau 22 : Influence de la nature des actionnaires sur le cumul des mandats de Pdg par les dirigeants

Variable	Coefficient	T de Student	Significativité
%FIN	0.07825	0.728	0.4678
%INST	-0.02237	-0.128	0.8983
CST	3.262611	12.791	0.0000
R^2 ajusté	**0.00409**	**Nombre d'individus :**	**135**

L'hypothèse H_0 doit être rejetée, aucune des variables retenues n'est significative au seuil de 5%, la composition de l'actionnariat ne semble pas avoir d'influence sur le cumul des mandats d'administrateur ou de Pdg par les dirigeants. Les prédictions de la théorie de l'enracinement semblent donc confirmées par les tests.

2/ NATURE DE L'ACTIONNARIAT ET TURN-OVER DES DIRIGEANTS

Nous proposons à présent de vérifier si la nature de l'actionnariat a une influence sur le turn-over des dirigeants. Trois hypothèses peuvent être opposées :

H_0 : La nature de l'actionnariat a une influence positive sur le turn-over des dirigeants

H_1 : La nature de l'actionnariat n'a pas d'influence sur le turn-over des dirigeants (Théorie de l'enracinement).

H_2 : La nature de l'actionnariat influence négativement le turn-over des dirigeants. (Théorie de l'enracinement : Existence de relations informelles entre les dirigeants et les actionnaires financiers ou institutionnels)

Nous testerons ces hypothèses à travers la relation suivante:

TurnPdg = CST + % FIN + % INST + ε

avec:

- TurnPdg : la durée de mandat moyenne des Pdg mesurée sur la période 1988-1993.

TurnPdg = Durée (1988 à 1993)/ Nombre de Pdg de 1988 à 1993

Il faut remarquer que lorsque cette variable augmente, le turn-over des Pdg diminue.

- CST : une constante
- % FIN : le pourcentage de capital détenu par les actionnaires financiers au 31/12/93
- % INST : le pourcentage de capital détenu par les actionnaires institutionnels au 31/12/93
- ε : une variable d'erreur

Tableau 23 : Influence de la nature des actionnaires sur le turn-over des dirigeants

Variable	Coefficient	T de Student	Significativité
%FIN	-0.07824	-0.996	0.3209
%INST	0.027705	2.169	0.0319
CST	4.706109	25.252	0.0000
R^2 ajusté	**0.02609**	**Nombre d'individus :**	**135**

L'hypothèse H_0 doit être rejetée, en revanche les hypothèses H_1 et H_2 sont

partiellement validées. Le pourcentage de capital détenu par les investisseurs institutionnels semble avoir un effet négatif sur le turnover des dirigeants[215], en revanche le pourcentage de capital détenu par les investisseurs financiers ne semble pas avoir d'influence sur la rotation des dirigeants. les prédictions de la théorie de l'enracinement semblent donc confirmées par les tests. Le coefficient de détermination reste cependant extrêmement faible (2.6%).

III. CONCLUSION

Le tableau suivant résume les résultats obtenus dans ce chapitre.

Tableau 24: Synthèse des résultats sur l'influence de la concentration et de la nature du capital sur l'enracinement des dirigeants

	VARIABLES EXPLIQUEES			
VARIABLES EXPLICATIVES	CUMUL DE POSTES D'ADMINISTRATEUR	CUMUL DE POSTES DE PDG	TURNOVER DES PDG	DUREE DE MANDAT DE PDG
PART DU 1ER ACTIONNAIRE	ns	ns	ns	ns
PART DES 5 PREMIERS ACTIONNAIRES	ns	ns	ns	ns
% D'ACTIONNAIRES FINANCIERS	ns	ns	ns	
% D'ACTIONNAIRES INSTITUTIONNELS	ns	ns	<0*	

*significatif au seuil de 5%.

Les résultats obtenus confirment l'hypothèse selon laquelle la concentration du capital n'a aucune influence sur le cumul des mandats par les dirigeants, la durée de leur mandat de Pdg ou leur turn-over. La nature des actionnaires n'influence pas le cumul des mandats, mais la présence d'investisseurs institutionnels influence négativement le turn-over des dirigeants. Les prédictions de la théorie de l'enracinement semblent donc confirmées. Les actionnaires majoritaires ne sont pas

[215]La variable TurnPdg croît, ce qui signifie que la durée moyenne des mandats des Pdg augmente

en mesure de s'opposer à l'enracinement des dirigeants. La présence d'actionnaires financiers ou institutionnels ne contrarie pas les stratégies mises en place par les équipes managériales.

Nous allons poursuivre cette étude par une application de la théorie de l'enracinement aux acquisitions.

lorsque le pourcentage d'investisseurs institutionnels augmente.

CHAPITRE IV. UNE APPLICATION DE L'ENRACINEMENT AUX ACQUISITIONS

Les dirigeants ont la possibilité d'utiliser la politique d'investissement de la firme pour accroître leur enracinement. Les opérations de croissance externe constituent à cet égard un objet d'analyse privilégié, puisqu'elles peuvent être recensées plus facilement que les investissements internes.

I. PRISES DE CONTROLE ET ACCROISSEMENT DE POUVOIR DES DIRIGEANTS

Les acquisitions peuvent constituer selon Shleifer et Vishny et Morck, Shleifer et Vishny des investissements opportunistes des dirigeants. Ces auteurs prétendent que les dirigeants peuvent réaliser des acquisitions susceptibles de nuire à la richesse des actionnaires. Dans cette perspective, les acquisitions ne sont pas, comme l'affirme la théorie de l'agence, un moyen de discipliner les dirigeants qui ne maximisent pas la richesse de l'entreprise, mais le reflet de l'opportunisme des équipes managériales. Jensen (1986) avait déjà émis cette hypothèse en supposant que les dirigeants cherchent à utiliser les free cash flows dont ils disposent en réalisant des acquisitions peu profitables pour les actionnaires.
Jensen (1986), Shleifer et Vishny et Morck, Shleifer et Vishny supposent que les dirigeants vont réaliser ces différentes acquisitions pour accroître les ressources qu'ils contrôlent et se libérer des contraintes pesant sur leur gestion.

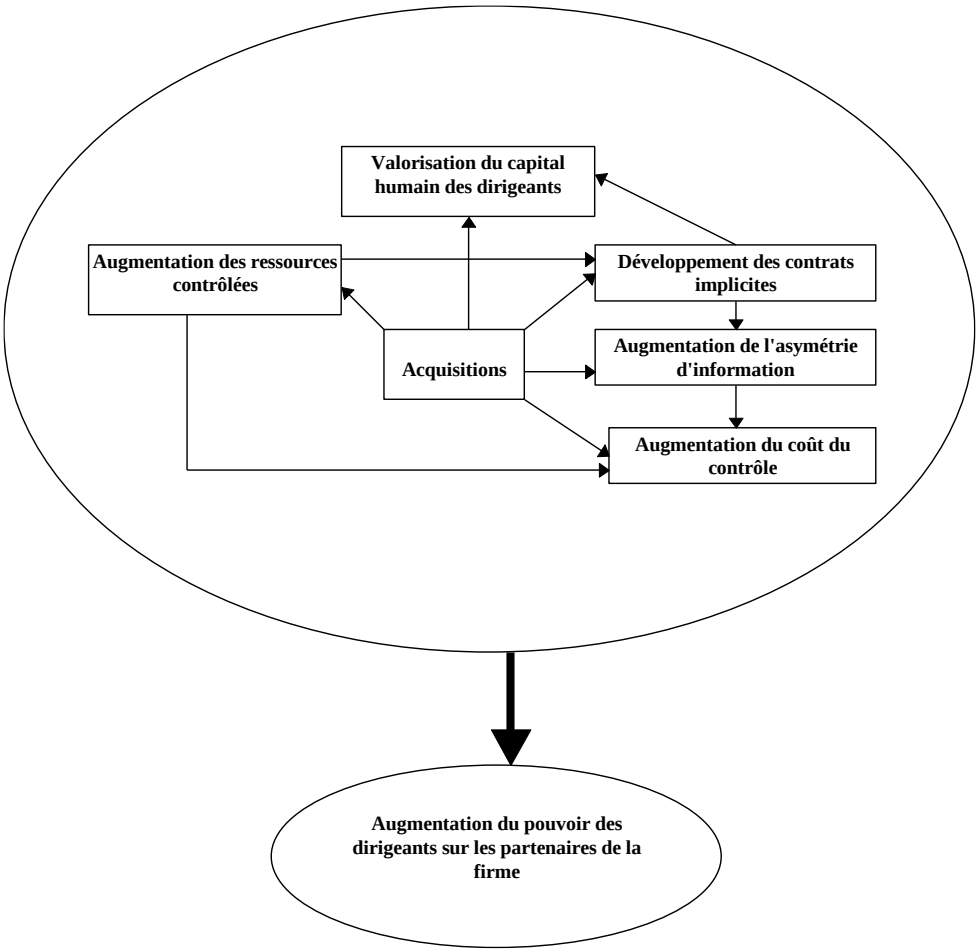
A) LES ACQUISITIONS PEUVENT-ELLES CONSTITUER DES INVESTISSEMENTS OPPORTUNISTES DES DIRIGEANTS ?

La théorie de l'enracinement souligne l'importance des relations informelles dans

les stratégies d'enracinement. Nous avons déjà développé précédemment les différents avantages que présentent les acquisitions dans le développement ou le renforcement des relations informelles établies par les dirigeants avec les différents partenaires. Ces contrats valorisent leur capital humain en leur permettant de créer des rentes qui ne sont pas appropriables par les dirigeants concurrents. Ces rentes constituent des barrières à la sortie et augmentent considérablement leur enracinement en leur fournissant un avantage concurrentiel important. Les actionnaires sont dépendants des rentes ainsi créées.

Le schéma ci-dessous illustre les bénéfices que les équipes managériales peuvent retirer des acquisitions.

Figure 14 : Effet des acquisitions sur l'enracinement des dirigeants



La modification des relations de pouvoir résultant des acquisitions va permettre aux dirigeants d'accroître les avantages qu'ils peuvent retirer de l'entreprise en termes de rémunération, d'avantages en nature, de sécurité ou de liberté d'action.

Nous allons tenter de mettre à jour les interactions entre l'enracinement des dirigeants et les acquisitions qu'ils réalisent.

B) DESCRIPTION DES DONNEES UTILISEES POUR LES TESTS

L'échantillon retenu pour les tests est composé de 179 dirigeants ayant réalisé des opérations d'acquisitions, de prises de participation, ou de joint-venture entre le 1/1/91 et le 31/12/93. Nous allons tenter de mesurer dans un premier temps l'impact des acquisitions sur le cumul des mandats d'administrateur et de Pdg par les dirigeants.

1/ LES DONNEES SUR LES DIRIGEANTS

Les données sur les dirigeants proviennent de la base Banque de France, précédemment décrite. Ces données concernent principalement les mandats d'administrateur et de Pdg occupés par les dirigeants ayant réalisé des opérations.

Tableau 25 : Données de la Banque de France sur les mandats des dirigeants

DONNEES BANQUE DE FRANCE
Nom des dirigeants
Age
Durée du mandat au 31/12/93.
Nombre de mandats d'administrateur en 1991
Nombre de mandats d'administrateur en 1992
Nombre de mandats d'administrateur en 1993
Nombre de mandats de Pdg en 1991
Nombre de mandats de Pdg en 1992
Nombre de mandats de Pdg en 1993
Solde des mandats d'administrateur gagnés ou perdus en 1991
Solde des mandats d'administrateur gagnés ou perdus en 1992
Solde des mandats d'administrateur gagnés ou perdus en 1993
Solde des mandats de Pdg gagnés ou perdus en 1991
Solde des mandats de Pdg gagnés ou perdus en 1992
Solde des mandats de Pdg gagnés ou perdus en 1993
Nombre de mandats d'administrateur gagnés ou perdus entre 1991 et 1992

Nombre de mandats de Pdg gagnés ou perdus entre 1991 et 1992

Le tableau suivant résume les principales caractéristiques des données de l'échantillon.

Tableau 26 : Caractéristiques des données sur les dirigeants

Libellé	Moyenne	Ecart type	Minimum	Maximum
Age des dirigeants	54.54	8.72	36	90
Nombre de mandats d'administrateur en 91	8.13	5.49	1	11
Nombre de mandats d'administrateur en 92	8.99	5.70	1	11
Nombre de mandats d'administrateur en 93	9.48	5.66	1	11
Nombre de mandats de Pdg en 1991	3.19	2.10	1	41
Nombre de mandats de Pdg en 1992	3.40	2.08	1	47
Nombre de mandats de Pdg en 1993	3.40	2.08	1	47
Durée du mandat en jours au 31/12/93	2374	1971	149	14691
Solde des mandats d'administrateur gagnés ou perdus en 1991	0.92	1.43	0	8
Solde des mandats d'administrateur gagnés ou perdus en 1992	0.86	1.42	0	8
Solde des mandats d'administrateur gagnés ou perdus en 1993	0.49	1	0	6
Solde des mandats de Pdg gagnés ou perdus en 1991	0.32	0.90	-2	7
Solde des mandats de Pdg gagnés ou perdus en 1992	0.21	0.61	-1	4
Solde des mandats de Pdg gagnés ou perdus en 1993	0.00	0	0	0

En moyenne, les dirigeants retenus dans l'échantillon sont en poste depuis plus de 6 ans. On remarque que le nombre de mandats d'administrateur ou de Pdg occupés est supérieur à celui observé sur le premier échantillon composé de 707 individus. Cette différence est expliquée par la taille des entreprises retenues pour la

réalisation des tests. Notre échantillon se compose de 179 dirigeants dont les entreprises ont réalisé des acquisitions au cours de la période 1991-1993. On peut supposer que les firmes qui réalisent ce type d'opération ont une taille plus importante.

Il faut noter qu'aucun des dirigeants de l'échantillon n'a obtenu de poste supplémentaire de Pdg au cours de l'année 1993[216].

2/ LES DONNEES SUR LES ACQUISITIONS

Les données sur les acquisitions ont été collectées dans le journal "Fusions et Acquisitions" des années 1991, 1992, 1993.

Les renseignements suivants sont recensés :

Tableau 27 : Données sur les acquisitions (Source : Fusions et Acquisitions)

DONNEES	COMMENTAIRES
Le nom de la cible	
Le nom du cédant	
Le nom de la société mère de la cible	Cette donnée n'est pas toujours disponible
Le nom de l'acquéreur	Cette donnée n'est pas toujours disponible
Le nom de la société mère de l'acquéreur	Cette donnée n'est pas toujours disponible
La nature de l'opération (O.P.A., O.P.E., Prise de contrôle, joint-venture, Prise de participation, Renforcement du contrôle...)	
Le coût de l'acquisition	Cette donnée n'est pas toujours disponible
Le chiffre d'affaires de la cible	Cette donnée n'est pas toujours disponible
Le Chiffre d'affaires de la société acquéreuse	Cette donnée n'est pas toujours disponible
Le résultat de la cible	Cette donnée n'est pas toujours disponible
Le résultat de la société acquéreuse	Cette donnée n'est pas toujours disponible
Le secteur d'activité de la cible	Cette donnée n'est pas toujours disponible
Le secteur d'activité de la société acquéreuse	Cette donnée n'est pas toujours disponible
Le motif de l'acquisition	Cette donnée n'est pas toujours disponible

[216]Ce phénomène est peut être dû à la constitution de la base qui est théoriquement à jour au 31/12/93. Mais il est possible que les nominations de Pdg réalisées à la fin de l'année n'aient pas été prises en compte à cette date. Il ne nous a malheureusement pas été possible d'obtenir plus de précisions à ce sujet.

Tableau 28 : Nombre d'opérations d'acquisition prises en compte dans l'échantillon total

OPERATIONS	NOMBRE D'OBSERVATIONS
Offre Publique d'Achat	42
Offre Publique d'Echange	26
Joint-venture	348
Fusion	49
Participation	1175
Prise de contrôle	889
Renforcement de contrôle	330
Acquisition d'activité	119
Total	**2978**

On notera l'importance des prises de participation et des prises de contrôle par rapport aux autres opérations. Les offres publiques d'achat ou d'échange et les fusions sont faiblement représentées.

Le tableau suivant présente les principales caractéristiques des données collectées.

Tableau 29 : Caractéristiques des données sur les acquisitions (échantillon total)

Libellé	Moyenne	Ecart type	Minimum	Maximum
Nombre total d'opérations par dirigeant	15.42	30.58	1	309[217]
Nombre de prises de contrôle	4.97	9.31	0	81
Nombre d'acquisitions d'activité	0.66	1.96	0	15
Nombre de fusions	0.27	0.85	0	6
Nombre d'OPA	0.23	0.69	0	4
Nombre d'OPE	0.15	0.51	0	3
Nombre de prises de participation	6.56	16.13	0	171
Nombre de renforcements de contrôle	1.84	3.51	0	27
Nombre de joint-ventures	1.94	3.56	0	24
Pourcentage de prises de contrôle	0.36	0.31	0	1
Pourcentage d'acquisitions d'activité	0.04	0.12	0	1
Pourcentage de fusions	0.03	0.13	0	1
Pourcentage d'OPA	0.02	0.07	0	0.50
Pourcentage d'OPE	0.01	0.04	0	0.25
Pourcentage de prises de participation	0.32	0.30	0	1
Pourcentage de renforcements de contrôle	0.10	0.18	0	1
Pourcentage de joint-ventures	0.12	0.22	0	1

[217] J.Y.Haberer au Crédit Lyonnais.

On remarque que sur la période d'étude retenue, les entreprises de l'échantillon réalisent en moyenne 5 acquisitions, plus de 6 prises de participations et 2 Joint-ventures. Ces chiffres relativement élevés sont dus à la composition de l'échantillon, qui sont toutes de taille relativement importante puisqu'elles sont cotées sur le marché financier. On remarquera la faiblesse des chiffres concernant les O.P.A., les O.P.E. et les Fusions. Ces opérations restent exceptionnelles pour l'ensemble des firmes, les acquisitions réalisées hors marché financier sont beaucoup plus nombreuses et peuvent parfois concerner des opérations de grande envergure.

II. LES OPERATIONS DE CROISSANCE EXTERNE FAVORISENT-ELLES LE CUMUL DES MANDATS PAR LES DIRIGEANTS ?

Les opérations de croissance externe peuvent contribuer à l'enracinement des dirigeants. Morck, Shleifer et Vishny (1989) ont déjà émis l'hypothèse que les acquisitions pouvaient être la manifestation de l'opportunisme des dirigeants des entreprises acquéreuses. Les auteurs supposent également que les équipes managériales peuvent réaliser des investissements spécifiques à leur capital humain pour s'enraciner. Nous avons rappelé dans la deuxième partie les différents avantages que les dirigeants peuvent retirer d'une opération de croissance externe, en particulier l'accroissement du nombre de contrats implicites, la constitution de réseaux avec de nouveaux partenaires...

Nous proposons à présent de tester ces propositions en observant l'impact des opérations de croissance externe sur l'enracinement des dirigeants.
En particulier, les acquisitions permettent-elles aux dirigeants d'obtenir de nouveaux mandats d'administrateur ou de Pdg ? Nous avons montré précédemment que le nombre de mandats de Pdg pouvait être assimilé d'une part, à un indicateur du pouvoir des dirigeants sur les actionnaires, d'autre part, à un indicateur de

rémunération, dans la mesure où à chaque mandat de Pdg est associée une rémunération.

Les mandats d'administrateur permettent aux dirigeants de participer à des réseaux dont le bénéfice essentiel réside dans les informations privilégiées qu'ils peuvent fournir sur l'environnement et les opportunités d'investissement. Ces postes permettent aux dirigeants d'accroître leur avantage informationnel par rapport aux actionnaires de l'entreprise et aux différents partenaires de celle-ci.

Nous proposons donc de tester si les opérations de croissance externe permettent aux dirigeants d'augmenter leur pouvoir et leur rémunération.

Pour tester cette hypothèse nous allons utiliser le nombre d'opérations de croissance externe réalisées par les dirigeants sur la période 1991-1993.

Nous supposons que certaines opérations peuvent avoir plus d'influence que d'autres sur l'augmentation de pouvoir des dirigeants. Nous retiendrons quatre types d'opérations susceptibles d'accroître leur pouvoir et leur rémunération :

- Les O.P.A. et les O.P.E. qui correspondent à des opérations d'acquisition d'envergure, et qui peuvent contribuer à augmenter le prestige des équipes qui les initient. Il est possible que les dirigeants puissent obtenir un poste de Pdg dans l'entreprise qu'ils viennent d'acquérir[218].
- Les prises de contrôle réalisées hors marché financier qui peuvent avoir un impact important sur le chiffre d'affaires de l'entreprise ainsi que sur sa rentabilité ou ses perspectives de développement à l'étranger.
- Les prises de participation, qui peuvent permettre aux dirigeants de nouer des contacts avec d'autres équipes managériales, et d'établir des contrats informels avec de nouveaux partenaires (alliances, réseaux...).

Pour tester nos hypothèses, il semble plus judicieux de s'intéresser à la probabilité pour les dirigeants d'obtenir un nouveau mandat de Pdg ou d'administrateur au cours de la période, en fonction des opérations de croissance qu'ils ont réalisées. Le

[218]Ex: Didier Pinaut-Valencienne est devenu Pdg de la Télémécanique après son acquisition par le groupe Schneider.

modèle logistique répond particulièrement bien à ce type de problème, et nous utiliserons ce modèle dans sa version dichotomique simple.

Nous testerons dans un premier temps l'influence des opérations de croissance externe sur la probabilité des dirigeants d'obtenir un nouveau poste de Pdg. Puis dans un deuxième temps nous réaliserons le même type de test pour les mandats d'administrateur.

A) INFLUENCE DES OPERATIONS DE CROISSANCE EXTERNE SUR LA PROBABILITE DES DIRIGEANTS D'OBTENIR UN NOUVEAU POSTE DE PDG

Nous allons tenter de déterminer l'influence de la croissance externe sur la probabilité des dirigeants d'obtenir un nouveau mandat de Pdg au cours de la période d'étude.

Nous testons les hypothèses suivantes :

H_0 : Les opérations de croissance externe réalisées sur la période 1991-1993 n'ont pas d'influence sur la probabilité pour les dirigeants d'augmenter le nombre de mandats de Pdg au cours de la période 1991-1993.

H_1 : Les opérations de croissance externe réalisées sur la période 1991-1993 ont une influence sur la probabilité pour les dirigeants d'augmenter le nombre de mandats de Pdg au cours de la période 1991-1993.

La relation testée peut être formulée ainsi :

$$SPCA = CST + a .NOPA + b.OPE + c. NPRISE\ CTRL + d\ PARTICIPATIONS + \varepsilon$$

avec :

- SPCA : cette variable prend la valeur 1 lorsque le nombre de postes de Pdg obtenus par les dirigeants au cours de la période est supérieur à 1, 0 dans le cas

contraire.

- NOPA : le nombre d'OPA réalisées au cours de la période 1991-1993
- NOPE : le nombre d'OPE réalisées au cours de la période 1991-1993
- NPRISE CTRL: le nombre de prises de contrôle réalisées hors marché financier au cours de la période 1991-1993.
- PARTICIPATIONS: Le nombre de prises de participation réalisées au cours de la période 1991-1993.
- CST : Une constante
- ε : une variable d'erreur

Tableau 30 : Influence des opérations de croissance externe sur la probabilité d'obtenir de nouveaux mandats de Pdg au cours de la période (1991-1993) par les dirigeants

Variable	Coefficient (B)	Test de Wald	Significa-tivité	R	e^B
NOPA	0.2852	0.9819	0.3217	0.0000	1.3301
NOPE	-0.8291	2.7290	0.0985	-0.572	0.4365
NPARTICIP	0.723	7.6310	0.0057	0.1591	1.0749
PRISECTRL	-0.1177	5.5838	0.0181	-0.1269	0.8889
CST	-0.7033	13.8825	0.0002		
-2 Log vraisemblance	**209.852**	**Nombre d' individus :**	**179**		
Qualité de l'ajustement	**171.360**				
χ^2	**12.595**		**0.0134**		

Tableau 31 : Qualité de la prévision

	Prévisions		% Correct
Observations	**0**	**1**	
0	116	7	94.31%
1	52	4	7.14%
		Total	67.04%

Deux variables seulement sont significatives au seuil de 5%, le nombre d'opérations de prise de contrôle réalisées hors marché financier, et le nombre de prises de participation. Le nombre de participations a un impact positif sur la probabilité d'obtenir de nouveaux mandats de Pdg pour les dirigeants alors que le

nombre de prises de contrôle réalisées hors marché financier a un impact négatif. Ces résultats confirment que d'une part la constitution de réseaux semble être une variable importante de l'enracinement, d'autre part que les prises de contrôle peuvent constituer une stratégie risquée pour les équipes managériales[219].

Le même type d'analyse peut être mené pour les mandats d'administrateur obtenus par les dirigeants. Ces mandats leur permettent de créer des réseaux et de bénéficier d'informations privilégiées sur l'environnement.

B) INFLUENCE DE LA CROISSANCE EXTERNE SUR LA PROBABILITE DES DIRIGEANTS D'OBTENIR DE NOUVEAUX POSTES D'ADMINISTRATEUR

Nous testons les hypothèses suivantes :

H_0 : Les opérations de croissance externe réalisées sur la période 1991-1993 n'ont pas d'influence sur la probabilité pour les dirigeants d'augmenter le nombre de mandats d'administrateur au cours de la période 1991-1993.

H_1 : Les opérations de croissance externe réalisées sur la période 1991-1993 ont une influence sur la probabilité pour les dirigeants d'augmenter le nombre de mandats d'administrateur au cours de la période 1991-1993.

La relation testée peut être formulée ainsi :

SADM = CST + a .NOPA + b.OPE + c. NPRISE CTRL + d PARTICIPATIONS + ε

avec :

- SADM : cette variable prend la valeur 1 lorsque le nombre de postes de Pdg obtenus par les dirigeants au cours de la période est supérieur à 1, 0 dans le cas

[219]Il pourrait être intéressant pour affiner l'étude de connaître l'impact des acquisitions sur la valeur de l'entreprise acquéreuse. Malheureusement nous ne disposons pas des données nécessaires pour l'instant.

contraire.

- NOPA : le nombre d'OPA réalisées au cours de la période 1991-1993
- NOPE : le nombre d'OPE réalisées au cours de la période 1991-1993
- NPRISE CTRL : le nombre de prises de contrôle réalisées hors marché financier au cours de la période 1991-1993.
- PARTICIPATIONS : Le nombre de prises de participation réalisées au cours de la période 1991-1993.
- CST : Une constante
- ε : une variable d'erreur

Tableau 32 : Influence des opérations de croissance externe sur la probabilité d'obtenir de nouveaux mandats d'administrateur au cours de la période (1991-1993) par les dirigeants

Variable	Coefficient (B)	Test de Wald	Significa-tivité	R	e^B
NOPA	0.3608	1.0499	0.3055	0.000	1.4344
NOPE	-1.36663	8.1166	0.0044	-0.1607	0.2551
NPARTICIP	0.483	4.6424	0.0312	0.1057	1.0495
PRISECTRL	-0.512	2.6595	0.1029	-0.528	0.9501
CST	0.5861	10.0014	0.0016		
-2 Log vraisemblance	**223.207**	**Nombre d' individus:**	**179**		
Qualité de l'ajustement	**177.177**				
χ^2	**13.504**		**0.0091**		

Tableau 33 : Qualité de la prévision

		Prévisions	**% correct**
Observations	**0**	**1**	
0	11	56	16.42%
1	6	106	94.64%
		Total	65.36%

Le nombre d'OPE ainsi que le nombre de prises de participation sont significatifs à 5%. Le nombre d'OPE a une influence négative sur la probabilité des dirigeants d'obtenir de nouveaux mandats d'administrateur au cours de la période d'étude. En revanche les prises de participation ont une influence positive sur cette probabilité,

ce qui confirme l'utilisation de ces opérations pour la création de réseaux par les dirigeants.

L'ensemble de ces résultats nous conduit à accepter l'hypothèse H_1 selon laquelle les opérations de croissance externe ont une influence sur le cumul des mandats d'administrateur par les dirigeants.

C) CONCLUSION

Les différents résultats obtenus précédemment confirment l'hypothèse selon laquelle les opérations de croissance externe influencent le cumul des mandats des dirigeants et donc leur enracinement. Le rôle important des prises de participation, qui influencent positivement la probabilité d'obtenir de nouveaux mandats d'administrateur ou de Pdg souligne l'importance de la constitution de réseaux et les profits que les équipes dirigeantes peuvent tirer des informations ainsi obtenues. En revanche les prises de contrôle influencent négativement la probabilité d'obtenir de nouveaux mandats de Pdg, ce qui est contradictoire avec les théories développées par Shleifer et Vishny et Morck, Shleifer et Vishny selon lesquelles les acquisitions sont entreprises par les équipes managériales pour accroître leur enracinement. Cependant il est possible qu'elles retirent d'autres avantages de ces opérations, grâce notamment à l'accroissement des ressources contrôlées.

Pour poursuivre notre analyse de l'enracinement et son application aux prises de contrôle, il nous semble important de tester si le nombre d'opérations réalisées ou le recours à certains types particuliers d'opérations peut être expliqué par l'enracinement des dirigeants.

III. L'ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS CONDITIONNE-T-IL LA NATURE DES OPERATIONS REALISEES ?

Nous proposons à présent de tester si l'enracinement des dirigeants peut conditionner la nature des opérations réalisées. Nous proposons en fait de déterminer si certaines d'entre elles telles que les O.P.A. , les O.P.E. ou les acquisitions d'envergure nécessitent un pouvoir plus important des dirigeants pour être entreprises. Leur importance, en termes d'investissements, de risque et de publicité pour l'entreprise peuvent générer certaines formes d'opposition de la part du conseil d'administration. Les dirigeants bénéficiant d'un pouvoir fort auprès de leurs actionnaires seront mieux à mêmes de les convaincre de la nécessité de l'opération. La probabilité de réalisation devrait donc être plus élevée dans des entreprises dont les équipes managériales sont enracinées. En revanche des opérations plus discrètes en termes d'investissements ou pour lesquelles il existe un partage du risque possible (joint-ventures) devrait être moins difficiles à imposer au conseil d'administration. Leur proportion par rapport au total des opérations réalisées devrait donc être conditionnée par l'enracinement des dirigeants initiateurs.

Les variables retenues comme indicateur d'enracinement sont :

- l'âge du dirigeant
- la durée de mandat du dirigeant
- le nombre de mandats de Pdg
- le nombre de mandats d'administrateur.

L'âge du dirigeant nous paraît être une variable importante, car il est possible que les plus âgés (proches de la retraite ou ayant dépassé l'âge de celle-ci) évitent les opérations les plus risquées, afin de ne pas déstabiliser leur pouvoir déjà menacé par la volonté des actionnaires d'engager une équipe plus jeune.

La durée du mandat peut constituer un bon indicateur de l'enracinement des dirigeants, une durée de mandat longue reflète leur expérience concernant la

négociation avec leurs actionnaires et les différents partenaires. Une équipe bénéficiant d'une expérience plus importante pourra imposer plus facilement ses décisions au conseil d'administration.

Le nombre de mandats de Pdg occupés par les dirigeants à un instant donné constitue un indicateur de leur pouvoir sur les actionnaires, (ces derniers n'étant pas en mesure de s'opposer au cumul des mandats) et de l'asymétrie d'information avec les différents partenaires de l'entreprise.

Le nombre de postes d'administrateur fournit une estimation des réseaux développés par les dirigeants avec d'autres entreprises. Ces réseaux peuvent être précieux pour obtenir de l'information sur la conjoncture, les opportunités...

Deux types de tests vont être réalisés :

- Dans un premier temps nous allons tester si le nombre d'opérations entreprises par les dirigeants est conditionné par leur enracinement. Il s'agit de vérifier si les dirigeants dont l'enracinement est important réalisent plus d'opérations de croissance externe.
- Puis nous testerons si la répartition entre les différentes opérations varie en fonction de l'enracinement.

A) LE NOMBRE D'OPERATIONS DE CROISSANCE EXTERNE EST-IL INFLUENCE PAR L'ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS ?

La théorie de l'enracinement suppose que les dirigeants vont procéder à des investissements spécifiques à leur capital humain ou opportunistes pour augmenter leur pouvoir à l'égard des actionnaires et des différents partenaires de l'entreprise.
En supposant que les opérations de croissance externe puissent constituer de tels investissements, nous cherchons à déterminer si les dirigeants peuvent réaliser plus facilement ce type d'investissement lorsqu'ils sont enracinés.
La théorie de l'enracinement présume que plus les dirigeants sont enracinés, plus ils bénéficieront d'un espace discrétionnaire important pour entreprendre des

actions qui augmentent leur utilité aux dépens de la richesse des actionnaires. Les dirigeants les moins enracinés devraient donc réaliser moins d'opérations de croissance externe que les dirigeants bénéficiant d'un enracinement plus fort.

Nous testons les hypothèses suivantes :

H_0 : l'enracinement des dirigeants n'a pas d'influence sur le nombre d'opérations de croissance externe réalisées.

H_1 : L'enracinement des dirigeants a une influence sur le nombre d'opérations de croissance externe.

Les tests seront réalisés sur les différents types d'opérations de croissance externe recensés dans notre échantillon sur la période 1991-1993. Afin de limiter le biais lié à la taille des entreprises, le nombre d'opérations sera divisé par le chiffre d'affaires réalisé en 1991 par la firme initiatrice.

Les chiffres d'affaires des entreprises initiatrices sont disponibles pour 104 entreprises de l'échantillon. Soixante-dix neuf dirigeants en fonction au cours de la période 1991-1993 ont été sélectionnés à partir de ce sous-échantillon.

Nous testons les relations suivantes[220]:

NOPA = CST + a.NAdm + b.NPdg + c.Age + d. Durée + ε

NOPE = CST + a.NAdm + b.NPdg + c.Age + d. Durée + ε

NPART = CST + a.NAdm + b.NPdg + c.Age + d. Durée + ε

NPRCTRL = CST + a.NAdm + b.NPdg + c.Age + d. Durée + ε

NRFCTRL = CST + a.NAdm + b.NPdg + c.Age + d. Durée + ε

NJV = CST + a.NAdm + b.NPdg + c.Age + d. Durée + ε

NACQCACT= CST + a.NAdm + b.NPdg + c.Age + d. Durée + ε

avec :

- NOPA : le nombre d'OPA réalisées au cours de la période d'étude (1991-1993)
- NOPE : le nombre d'OPE réalisées au cours de la période d'étude (1991-1993)
- NPART : le nombre de prises de participation réalisées au cours de la période

[220]Afin de ne pas alourdir la présentation, les résultats des tests seront présentés ensembles et commentés globalement à la fin.

d'étude (1991-1993)

- NPRCTRL : Le nombre de prises de contrôle réalisées au cours de la période d'étude (1991-1993)
- NRFCTRL : le nombre de renforcements de contrôle réalisés au cours de la période d'étude (1991-1993)
- NJV : le nombre de joint-ventures réalisées au cours de la période d'étude (1991-1993)
- NACQCACT : le nombre d'acquisitions d'activité réalisées au cours de la période d'étude (1991-1993)
- Nadm : le nombre de postes d'administrateur occupés par les dirigeants en 1991.
- Npdg : le nombre de postes de Pdg occupés par les dirigeants en 1991.
- Age : l'âge des dirigeants en 1993.
- Durée : la durée du mandat de Pdg au 31/12/93.
- CST : une constante
- ε : une variable d'erreur

Les résultats des différents tests sont présentés ci-dessous.

Tableau 34 : Influence de l'enracinement sur le nombre d'OPA réalisées

Variable expliquée	**NOPA**		
Variable	**Coefficient**	**T de Student**	**Significativité**
Age	4.10452E-14	0.738	0.4628
NAdm	4.46989E-13	5.139	0.000
NPdg	-4.81423E-16	-2.171	0.0441
Durée	2.05365E-16	0.819	0.4156
CST	-4.74316E-12	-1.434	0.1558
R^2 ajusté	**0.23043**	**Nombre d'individus :**	**79**
Test de Fisher	**F**	**6.83873**	**0.0001**

Tableau 35 : Influence de l'enracinement sur le nombre d'OPE réalisées

Variable expliquée	**NOPE**		
Variable	**Coefficient**	**T de Student**	**Significativité**
Age	7.23292E-15	0.099	0.9211
NAdm	-1.053E-13	-0.887	0.3781
NPdg	-4.35032E-13	-1.414	0.1616
Durée	5.83104E-17	0.178	0.8596
CST	2.94252E-12	0.679	0.4989
R^2 ajusté	**0.0028**	**Nombre d'individus :**	**79**
Test de Fisher	**F**	**1.04457**	**0.3902**

Tableau 36 : Influence de l'enracinement sur le nombre de prises de participation réalisées

Variable expliquée	NPART		
Variable	**Coefficient**	**T de Student**	**Significativité**
Age	3.42873E-14	0.264	0.7927
NAdm	-2.30970E-13	-1.089	0.2799
NPdg	-2.89016E-13	-0.526	0.6004
Durée	-4.33033E-14	-0.738	0.4626
CST	5.53600E-12	0.716	0.4763
R^2 ajusté	**0.03295**	**Nombre d'individus :**	**79**
Test de Fisher	**F**	**0.63025**	**0.6425**

Tableau 37 : Influence de l'enracinement sur le nombre de prises de contrôle réalisées

Variable expliquée	NPRCTR		
Variable	**Coefficient**	**T de Student**	**Significativité**
Age	-1.71953E-13	-0.650	0.5178
NAdm	-2.80128E-12	-0.649	0.5185
NPdg	-1.65742E-12	-1.482	0.1425
Durée	-5.63922E-16	-0.473	0.6380
CST	2.48147E-11	1.577	0.1191
R^2 ajusté	**0.005**	**Nombre d'individus :**	**179**
Test de Fisher	**F**	**0.98681**	**0.04201**

Tableau 38 : Influence de l'enracinement sur le nombre de renforcement de contrôle réalisés

Variable expliquée	NRFCTR		
Variable	**Coefficient**	**T de Student**	**Significativité**
Age	-5.73528E-11	-0.331	0.7415
NAdm	-2.12862E-13	-0.753	0.4539
NPdg	-9.42671E-13	-1.288	0.2018
Durée	-3.96199E-14	-0.507	0.6136
CST	1.30393E-11	1.266	0.2096
R^2 ajusté	**0.04307**	**Nombre d'individus :**	**179**
Test de Fisher	**F**	**0.83273**	**0.5087**

Tableau 39 : Influence de l'enracinement sur le nombre de Joint-ventures réalisées

Variable expliquée	NJV		
Variable	**Coefficient**	**T de Student**	**Significativité**
Age	-4.02290E-13	-0.308	0.7589
NAdm	-2.58994E-12	-1.215	0.2281
NPdg	-3.01334E-12	-0.546	0.5866

Durée	-9.31227E-16	-0.158	0.8748
CST	9.50204E-11	1.223	0.2250
R^2 ajusté	**0.0032**	**Nombre d'individus : 79**	
Test de Fisher	**F**	**0.58900**	**0.6716**

Tableau 40 : Influence de l'enracinement sur le nombre d'acquisitions d'activité réalisées

Variable expliquée	NACQACT		
Variable	**Coefficient**	**T de Student**	**Significativité**
Age	1.76078-12	1.293	0.2000
NAdm	1.23698E-12	-0.557	0.5795
NPdg	-5.38135E-12	-0.935	0.3528
Durée	-5.67783E-16	-0.924	0.3583
CST	-5.55804E-11	-0.686	0.4948
R^2 ajusté	**0.0032**	**Nombre d'individus : 79**	
Test de Fisher	**F**	**0.82723**	**0.5120**

Le tableau suivant fait la synthèse des résultats obtenus.

Tableau 41 : Synthèse des résultats sur l'influence de l'enracinement sur le nombre d'opérations de croissance externe (corrigé du chiffre d'affaires de l'acquéreuse).

	VARIABLES EXPLICATIVES			
VARIABLES EXPLIQUEES	**Nadm**	**NPdg**	**Age**	**Durée**
NFUSION[221]	-	-	-	-
NOPA	>0*	<0*	ns	ns
NOPE	ns	ns	ns	ns
NPRCTRL	ns	ns	ns	ns
NRFCTRL	ns	ns	ns	ns
NJV	ns	ns	ns	ns
NACQACT	ns	ns	ns	ns

*****au seuil de 5% ns : non significatif

Seules les offres publiques d'achat semblent être influencées significativement par l'enracinement des dirigeants. On remarque notamment l'influence positive du nombre de mandats d'administrateur occupés par les dirigeants au cours de la période, ainsi que l'influence négative du nombre de mandats de Pdg. Selon la théorie de l'enracinement, on aurait pu attendre une influence positive pour les deux variables. L'influence positive du nombre de postes d'administrateur peut traduire l'importance des réseaux constitués par les dirigeants, en particulier la nécessité de bénéficier d'une information importante sur l'environnement.

[221] Il n'y a pas de fusion dans l'échantillon retenu pour les tests.

L'influence négative du nombre de mandats de Pdg peut être le résultat d'un arbitrage des dirigeants. En effet les O.P.A. sont des opérations de grande envergure, générant beaucoup de publicité et obligeant les dirigeants à fournir un certain nombre d'informations au marché. L'échec de telles opérations peut nuire à la réputation des équipes dirigeantes initiatrices de l'offre d'acquisition, en particulier lorsque ces équipes sont déjà fortement enracinées et peuvent difficilement obtenir de nouveaux mandats de Pdg. On peut en déduire que le risque est trop grand (remise en cause de la sécurité ou perte de pouvoir en cas d'échec) pour les avantages procurés (augmentation marginale de la rémunération et du pouvoir).

Les autres opérations de croissance externe retenues ne semblent pas influencées par les variables d'enracinement.

En conclusion les résultats ne permettent pas de rejeter totalement l'hypothèse selon laquelle l'enracinement des dirigeants a une influence sur le nombre d'opérations de croissance externe réalisées par l'entreprise.

Cependant l'étude de la fréquence d'utilisation de chaque type d'opération par rapport au total des opérations réalisées peut apporter des informations complémentaires à l'analyse.

B) LA REPARTITION DES OPERATIONS DE CROISSANCE EXTERNE EST-ELLE INFLUENCEE PAR L'ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS ?

Afin d'améliorer les tests effectués précédemment nous utiliserons le pourcentage représenté par chaque catégorie d'opération par rapport au total sur la période 1991-1993. Cette information devrait nous permettre d'estimer si les dirigeants utilisent davantage une catégorie pour une situation d'enracinement donnée. On peut en effet supposer que certaines, plus risquées, telles que les prises de contrôle, les O.P.A. ou les O.P.E. seront plus difficiles à négocier auprès du conseil d'administration en raison de leur envergure et des coûts importants qui y sont associés. En revanche, des joint-ventures, des prises de participation... pour

lesquelles les risques sont partagés avec d'autres investisseurs peuvent être plus faciles à entreprendre pour des dirigeants peu enracinés. Le risque d'échec de l'opération de croissance externe n'a pas les mêmes conséquences pour les dirigeants faiblement enracinés que pour ceux bénéficiant d'une position forte envers leurs actionnaires et les différents partenaires de la firme[222]. On peut donc penser qu'ils ne seront pas incités à entreprendre des opérations susceptibles de nuire à leur sécurité d'emploi.

Nous testons les hypothèses suivantes :

H_0 : L'enracinement des dirigeants n'a pas d'influence sur la nature des opérations de croissance externe réalisées .

H_1 : L'enracinement des dirigeants a une influence sur la nature des opérations de croissance externe réalisées.

1/ INCIDENCE DE L'ENRACINEMENT SUR LE RECOURS AUX OPERATIONS DE FUSION PAR LES DIRIGEANTS

La relation testée est la suivante :

%Fusion = CST + a.NAdm + b.NPdg + c.Age + d. Durée + ε

avec :

- %Fusion : le pourcentage de fusions réalisées par les dirigeants par rapport au nombre total d'opérations réalisées entre le 1/1/91 et le 31/12/93.
- Nadm : le nombre de postes d'administrateur occupés par les dirigeants en 1991.
- Npdg : le nombre de postes de Pdg occupés par les dirigeants en 1991.
- Age : l'âge des dirigeants en 1993.
- Durée : la durée du mandat de Pdg au 31/12/93.
- CST : une constante
- ε : une variable d'erreur

[222]Le fait que JL Lagardère, ait pu conserver sa place de Pdg à la tête du groupe Matra-Hachette après l'échec du rachat de la Cinq en constitue une bonne illustration.

Tableau 42 : Incidence de l'enracinement sur le pourcentage de fusions réalisées par les dirigeants

Variable expliquée	%Fusion		
Variable	**Coefficient**	**T de Student**	**Significativité**
Age	0.01500	1.220	0.2241
NAdm	-5.79514 E-05	0.04	0.9615
NPdg	-5.79514 E-0.5	-0.011	0.9916
Durée	-6.30688E-06	-1.146	0.2335
CST	-0.041928	0.068375	0.5405
R^2 ajusté	**0.01223**	**Nombre d'individus : 133**	
Test de Fisher	**F**	**0.53860**	**0.7076**

Aucune des variables retenues dans l'analyse n'est significative, l'enracinement n'explique pas le recours aux opérations de fusion par les dirigeants.

2/ INCIDENCE DE L'ENRACINEMENT SUR LE RECOURS AUX O.P.A. PAR LES DIRIGEANTS

La relation testée est la suivante :

%OPA = CST + a.NAdm + b.NPdg + c.Age + d. Durée + ε

avec :

- %OPA : le pourcentage d'OPA réalisées par les dirigeants par rapport au nombre total d'opérations réalisées entre le 1/1/91 et le 31/12/93.
- Nadm : le nombre de postes d'administrateur occupés par les dirigeants en 1991.
- Npdg : le nombre de postes de Pdg occupés par les dirigeants en 1991.
- Age : l'âge des dirigeants en 1993.
- Durée : la durée du mandat de Pdg au 31/12/93.
- CST : une constante
- ε : une variable d'erreur

Tableau 43 : Incidence de l'enracinement sur le pourcentage d'OPA réalisées par les dirigeants

Variable expliquée	**%OPA**		
Variable	Coefficient	T de Student	Significativité
Age	0.00456	0.378	0.7815
NAdm	0.03283	0.492	0.6245
NPdg	0.032873	1.901	0.0612
Durée	2.40480E-05	1.303	0.1966
CST	0.121972	0.501	0.6177
R^2 ajusté	**0.03805**	**Nombre d'individus :**	**133**
Test de Fisher	**F**	**1.77123**	**0.1437**

Aucune des variables retenues n'est significative au seuil de 5%. On remarque cependant que le nombre de mandats de Pdg est significatif au seuil de 10%.

3/ INCIDENCE DE L'ENRACINEMENT SUR LE RECOURS AUX OPE PAR LES DIRIGEANTS

La relation testée est la suivante :

%OPE = CST + a.NAdm + b.NPdg + c.Age + d. Durée + ε

avec :

- %OPE : le pourcentage d'OPE réalisées par les dirigeants par rapport au nombre total d'opérations réalisées entre le 1/1/91 et le 31/12/93.
- Nadm : le nombre de postes d'administrateur occupés par les dirigeants en 1991.
- Npdg : le nombre de postes de Pdg occupés par les dirigeants en 1991.
- Age : l'âge des dirigeants en 1993.
- Durée : la durée du mandat de Pdg au 31/12/93.
- CST : une constante
- ε : une variable d'erreur

Tableau 44 : Incidence de l'enracinement sur le pourcentage d'OPE réalisées par les dirigeants

Variable expliquée	%OPE		
Variable	**Coefficient**	**T de Student**	**Significativité**
Age	1.66069 E-04	0.497	0.6200
NAdm	8.799978 E-04	1.599	0.1116
NPdg	-0.002425	-1.618	0.1075
Durée	-75927 E-07	-0.41853	0.6127
CST	0.001596	0.018597	0.9317
R^2 ajusté	**0.00122**	**Nombre d'individus : 133**	
Test de Fisher	**F**	**1.05437**	**0.3808**

Aucune des variables retenues dans l'analyse n'est significative au seuil de 5%.

4/ INCIDENCE DE L'ENRACINEMENT SUR LE RECOURS AUX OPERATIONS DE PRISES DE CONTROLE PAR LES DIRIGEANTS

La relation testée est la suivante :

%PRCTRL = CST + a.NAdm + b.NPdg + c.Age + d. Durée + ε

avec :

- %PRCTRL : le pourcentage de prises de contrôle réalisées par les dirigeants par rapport au nombre total d'opérations réalisées entre le 1/1/91 et le 31/12/93.
- Nadm : le nombre de postes d'administrateur occupés par les dirigeants en 1991.
- Npdg : le nombre de postes de Pdg occupés par les dirigeants en 1991.
- Age : l'âge des dirigeants en 1993.
- Durée : la durée du mandat de Pdg au 31/12/93.
- CST : une constante
- ε : une variable d'erreur

Tableau 45 : Incidence de l'enracinement sur le pourcentage de prises de contrôle réalisées par les dirigeants

Variable expliquée	%PRCTRL		
Variable	**Coefficient**	**T de Student**	**Significativité**
Age	-0.05180	-1.572	0.1184
NAdm	7.73559E-04	0.143	0.8867
NPdg	0.002962	0.211	0.8335
Durée	4.13688E-05	2.875	0.047
CST	0.507542	2.641	0.0093
R^2 ajusté	**0.03848**	**Nombre d'individus :**	**133**
Test de Fisher	**F**	**2.32067**	**0.0603**

Seule la durée semble être significative au seuil de 5%. Elle influence positivement le recours par les dirigeants aux prises de contrôle.

5/ INCIDENCE DE L'ENRACINEMENT SUR LE RECOURS AUX OPERATIONS DE PRISES DE PARTICIPATION PAR LES DIRIGEANTS

La relation testée est la suivante :

%PARTICIP = CST + a.NAdm + b.NPdg + c.Age + d. Durée + ε

avec :

- %PARTICIP : le pourcentage de prises de participation réalisées par les dirigeants par rapport au nombre total d'opérations réalisées entre le 1/1/91 et le 31/12/93.
- Nadm : le nombre de postes d'administrateur occupés par les dirigeants en 1991.
- Npdg : le nombre de postes de Pdg occupés par les dirigeants en 1991.
- Age : l'âge des dirigeants en 1993.
- Durée : la durée du mandat de Pdg au 31/12/93.
- CST : une constante
- ε : une variable d'erreur

Tableau 46 : Incidence de l'enracinement sur le pourcentage de prises de participation réalisées par les dirigeants

Variable expliquée	%PARTICIP		
Variable	**Coefficient**	**T de Student**	**Significativité**
Age	0.002032	0.627	0.5316
NAdm	-0.007403	-1.389	0.1672
NPdg	0.036684	2.653	0.0090
Durée	-2.48288E-05	-1.755	0.0817
CST	0.204639	1.083	0.2808
R^2 ajusté	**0.03935**	**Nombre d'individus :**	**133**
Test de Fisher	**F**	**2.35164**	**0.0575**

Le nombre de mandat de Pdg influence positivement le recours aux prises de participation. Les autres variables retenues dans l'analyse ne sont pas significatives au seuil de 5%. On peut remarquer cependant que la durée de mandat est significative au seuil de 10% et influencerait négativement l'utilisation des prises de participation. Ce résultat semble cohérent avec le résultat précédent selon lequel la durée de mandat influence positivement le pourcentage de prises de contrôle. Les dirigeants ayant une durée de mandat importante utilisent donc plus les prises de contrôle que les prises de participation.

6/ INCIDENCE DE L'ENRACINEMENT SUR LE RECOURS AUX OPERATIONS DE RENFORCEMENT DE CONTROLE PAR LES DIRIGEANTS

La relation testée est la suivante :

%RFCTRL = CST + a.NAdm + b.NPdg + c.Age + d. Durée + ε

avec :

- %RFCTRL : le pourcentage d'opérations de renforcement de contrôle réalisées par les dirigeants par rapport au nombre total d'opérations réalisées entre le 1/1/91 et le 31/12/93.
- Nadm : le nombre de postes d'administrateur occupés par les dirigeants en 1991.
- Npdg : le nombre de postes de Pdg occupés par les dirigeants en 1991.

- Age : l'âge des dirigeants en 1993.
- Durée : la durée du mandat de Pdg au 31/12/93.
- CST : une constante
- ε : une variable d'erreur

Tableau 47 : Incidence de l'enracinement sur le pourcentage des opérations renforcement de contrôle réalisées par les dirigeants

Variable expliquée	%RFCTRL		
Variable	**Coefficient**	**T de Student**	**Significativité**
Age	0.03441	1.641	0.1033
NAdm	0.03604	1.045	0.2980
NPdg	-0.013252	-1.4811	0.1411
Durée	-1.14908	-1.255	0.2119
CST	-0.027099	-0.222	0.8250
R^2 ajusté	**0.03058**	**Nombre d'individus : 133**	
Test de Fisher	**F**	**1.81713**	**0.1295**

Auncune des variables retenues n'est significative au seuil de 5%.

7/ INCIDENCE DE L'ENRACINEMENT SUR LE RECOURS AUX OPERATIONS DE JOINT-VENTURE PAR LES DIRIGEANTS

La relation testée est la suivante :

%JV= CST + a.NAdm + b.NPdg + c.Age + d. Durée + ε

avec :

- %JV : le pourcentage d'opérations de joint-venture réalisées par les dirigeants par rapport au nombre total d'opérations réalisées entre le 1/1/91 et le 31/12/93.
- Nadm : le nombre de postes d'administrateur occupés par les dirigeants en 1991.
- Npdg : le nombre de postes de Pdg occupés par les dirigeants en 1991.
- Age : l'âge des dirigeants en 1993.
- Durée : la durée du mandat de Pdg au 31/12/93.
- CST : une constante
- ε : une variable d'erreur

Tableau 48 : Incidence de l'enracinement sur le pourcentage des opérations de joint-venture réalisées par les dirigeants

Variable expliquée	%JV		
Variable	**Coefficient**	**T de Student**	**Significativité**
Age	-0.01363	-0.663	0.5079
NAdm	-0.01224	-0.362	0.7152
NPdg	-0.003367	-0.365	0.7152
Durée	4.46094E-06	0.485	0.6284
CST	0.214370	1.876	0.0624
R^2 ajusté	**0.00482**	**Nombre d'individus :**	**133**
Test de Fisher	**F**	**0.21049**	**0.09324**

Aucune des variables retenues n'est significative au seuil de 5%.

8/ COMMENTAIRES ET CONCLUSION

Le tableau suivant fait la synthèse des résultats.

Tableau 49 : Synthèse des résultats sur l'influence de l'enracinement sur la répartition des opérations de croissance externe

	VARIABLES EXPLICATIVES			
VARIABLES EXPLIQUEES	**Nadm**	**Npdg**	**Age**	**Durée**
%ACQACT	ns	ns	ns	ns
%OPE	ns	ns	ns	ns
%OPA	ns	>0*	ns	ns
%PRCTRL	ns	ns	ns	> 0**
%PARTICIP	ns	> 0**	ns	<0*
%RFCTRL	ns	ns	ns	ns
%JV	ns	ns	ns	ns

** seuil de 5% *seuil de 10% ns : non significatif

Peu de relations apparaissent significatives. Cependant on remarquera l'incidence positive du cumul des mandats de Pdg concernant l'utilisation des prises de participations. Ce résultat semble confirmer le rôle important des relations informelles dans l'affirmation du pouvoir des dirigeants déjà fortement enracinés.

En revanche le recours aux prises de contrôle semble être d'autant plus fort que la durée de mandat du dirigeant est longue. Ceci peut être dû au fait que les dirigeants bénéficiant d'une plus grande expérience dans la gestion de l'entreprise ont plus de facilité à convaincre leur conseil d'administration d'entreprendre des acquisitions.

Les autres résultats ne sont pas significatifs.

Les résultats précédents sont assez mitigés et ne permettent pas de rejeter ou de valider totalement l'hypothèse selon laquelle l'enracinement des dirigeants influence le recours à un type d'opération de croissance externe particulier pour un niveau d'enracinement donné.

CHAPITRE V. ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS ET PERFORMANCES DE L'ENTREPRISE

Il nous faut à présent étudier l'influence de l'enracinement des dirigeants sur la performance de la firme. Néanmoins, avant d'aborder cette dernière étape, il nous paraît important de répondre à certaines interrogations abordées par les différents auteurs ayant contribué à développer la théorie de l'enracinement.
En particulier, il est souhaitable d'étudier la proposition de Stiglitz et Edlin (1992) selon laquelle les dirigeants seraient incités à procéder à des diversifications dans des activités risquées pour accroître leur pouvoir sur les actionnaires en dissuadant les équipes concurrentes de postuler pour la gestion des actifs de l'entreprise.
Nous proposons donc d'étudier l'impact de l'enracinement sur le risque de la firme, puis d'étudier si un accroissement du risque de l'entreprise au cours d'une période permet aux dirigeants d'accroître le nombre de mandats dont ils ont la charge.

Enfin, nous tenterons de départager les arguments avancés par Castanias et Helfat (1992) de ceux de Shleifer et Vishny et Morck, Shleifer et Vishny sur l'influence de l'enracinement des dirigeants sur la richesse des actionnaires.

Dans un premier temps, nous proposons de décrire les mesures utilisées pour la réalisation des tests.

I. LES MESURES UTILISEES

Pour réaliser les différents tests sur les interactions entre la performance de l'entreprise et l'enracinement des dirigeants, nous avons utilisé un indice de Sharpe[223] calculé annuellement à partir des rentabilités annuelles des entreprises.

---

[223]Cet indice permet de relativiser les performances de l'entreprise par rapport à son risque. La formule utilisée pour le calcul est la suivante : $I_s = \frac{R_i - R_f}{\sigma_i}$

R_i représente le taux de rendement observé pour la firme i;
R_f , le taux sans risque et

Nous avons estimé le risque de l'entreprise par l'écart-type des rentabilités hebdomadaires calculées à partir d'une base issue de la Société des Bourses Françaises concernant des entreprises présentes sur le marché à règlement mensuel et sur le marché au comptant.
Pour certains tests, nous avons utilisé une moyenne du ratio de Sharpe sur la période 1991-1993. Cette estimation de la performance de la firme permet d'obtenir des résultats plus stables en atténuant partiellement les variations des ratios annuels.

Des tests ont également été effectués avec le ratio de Marris ainsi qu'avec le Q de Tobin pour mesurer la performance de l'entreprise. Ces deux ratios n'ayant pas donné de résultats significatifs, les tests ne sont pas présentés afin de ne pas alourdir l'exposé.

Nous avons mesuré la croissance du chiffre d'affaires des entreprises sur la période 1990-1991 à partir de données comptables consolidées issues de la base Dafsa Pro.

L'échantillon initial comprend 124 entreprises, il a été réduit pour la réalisation de certains tests en raison de la non-disponibilité des données pour les périodes concernées.

Les tests réalisés portent d'une part sur les facteurs pouvant influencer le nombre de mandats de dirigeant gagnés ou perdus au cours d'une période, d'autre part sur l'influence de l'enracinement sur la performance de la firme.

II. LA CROISSANCE DE L'ENTREPRISE: UN OBJECTIF COMPATIBLE AVEC L'ENRACINEMENT

Nous allons nous intéresser aux facteurs permettant aux dirigeants d'accroître leur

---

σ_i , l'écart type estimatif du rendement observé.
Si les portefeuilles des actionnaires ne sont pas parfaitement diversifiés, ils comportent du risque non systématique en plus de leur risque bêta. Il est donc plus logique de mesurer le risque global de l'entreprise à partir du σ de l'entreprise.

pouvoir à l'intérieur de l'entreprise. Nous mesurons cet accroissement de pouvoir par le nombre de postes de Pdg que les dirigeants ont gagnés ou perdus au cours de l'année.

Nous testerons deux propositions :

- l'accroissement du pouvoir et de la rémunération des dirigeants est lié à la croissance du chiffre d'affaires de l'entreprise ainsi qu'au risque de celle-ci.
- la performance de la firme constitue une contrainte pour l'enracinement des dirigeants.

A) CROISSANCE DE L'ENTREPRISE, RISQUE ET CUMUL DES MANDATS

La croissance de l'entreprise constitue selon Marris (1964), un des objectifs principaux des dirigeants en raison des différents avantages qu'ils peuvent percevoir de l'accroissement des ressources qu'ils contrôlent. La croissance du chiffre d'affaires de l'entreprise peut donc être favorisée au détriment de sa rentabilité.

La croissance du chiffre d'affaires de la firme n'est pas antagoniste avec l'enracinement. En effet, la complexification de la gestion résultant d'une forte croissance favorise leur pouvoir. De plus une croissance élevée du chiffre d'affaires peut être le reflet d'un certain dynamisme de l'équipe en place.

Cependant une forte croissance peut également engendrer un risque plus important en termes de rentabilité pour les actionnaires. Les dirigeants peuvent, comme le soulignent Stiglitz et Edlin (1992), investir dans des projets très risqués pour dissuader les équipes concurrentes de prendre le contrôle des actifs de la firme et augmenter ainsi leur pouvoir à l'égard des actionnaires de l'entreprise.

Nous allons tenter d'explorer plus avant le lien existant entre le chiffre d'affaires, la croissance de celui-ci, le risque de l'entreprise et l'enracinement.

Nous proposons de tester les hypothèses suivantes :

H_0 : La croissance du chiffre d'affaires de la firme ainsi que le risque de celle-ci

permettent aux dirigeants d'augmenter le nombre de postes de Pdg gagnés ou perdus lors de la période d'étude.

H_1 : la croissance du chiffre d'affaires ainsi que le risque de l'entreprise n'ont pas d'influence sur le nombre de postes de Pdg gagnés ou perdus lors de la période d'étude.

La relation testée est la suivante :

SPCA91 = CST + a. VarCA 90-91 + b.Sigma 90 + c.Sigma 91 + ε

avec :

- SPCA91 : le nombre de mandats de Pdg gagnés ou perdus au cours de l'année 1991.
- VARCA90-91 : la variation du chiffre d'affaires consolidé de l'entreprise entre 1990 et 1991
- Sigma 90[224] : l'écart type de la rentabilité hebdomadaire de l'entreprise sur l'année 1990
- Sigma 91 : l'écart type de la rentabilité hebdomadaire de l'entreprise sur l'année 1991[225]
- ε : une variable d'erreur

Tableau 50 : influence de la variation de CA et du risque sur le cumul des mandats de Pdg par les dirigeants

Variable expliquée	**SPCA91**		
Variable	**Coefficient**	**T de Student**	**Significativité**
VARCA91-90	0.016696	3.107	0.0027
Sigma90	0.103565	1.257	0.2127
Sigma91	1.436187	2.336	0.0223
CST	-0.547096	-1.237	0.2202
R^2 ajusté	**0.13498**	**Nombre d'individus :**	**81**

[224]La colinéarité des variables a été testée par la méthode de Belsey Quh et Welsh , les résultats obtenus ne font pas apparaître de multicolinéarité.
Belsey.D.A, E.Quh et R.E.Welsh (1980); Regression diagnostics, identifying influencial data and sources of colinearity; Wiley Editor; New York; chap III.

[225]Nous retenons le risque de l'entreprise de l'année précédente ainsi que le risque de l'année au cours de laquelle les dirigeants ont gagné ou perdu un mandat de Pdg, car nous pensons que c'est au moment ou l'incertitude est la plus grande que les équipes dirigeantes ont le plus de pouvoir sur leurs actionnaires. Nous supposons qu'ils vont utiliser ce pouvoir pour gagner de nouveaux mandats de Pdg.

Test de Fisher	**F**	**4.95035**	**0.0035**

On remarque que les variations de chiffre d'affaires entre 90 et 91 ont une influence significative au seuil de 5% sur le nombre de mandats de Pdg gagnés ou perdus au cours de la période. De même, le risque de l'entreprise en 1991 semble avoir une influence positive sur le nombre de mandats de Pdg obtenus ou perdus en 1991. Ces résultats corroborent l'hypothèse H_0.
Les prédictions théoriques du modèle développé par Stiglitz et Edlin (1992), sont confirmées. Les dirigeants sont incités à investir dans des projets risqués pour accroître leur enracinement.

Pour compléter cette analyse, il peut être intéressant d'étudier l'influence de la performance sur les gains de mandats de Pdg ou d'administrateur réalisés par les dirigeants sur une période donnée.

B) INFLUENCE DE LA PERFORMANCE SUR LE CUMUL DES MANDATS

La performance de la firme conditionne-t-elle les gains ou les pertes de mandats de Pdg par les dirigeants ? Si la réponse à cette question est positive, les dirigeants peuvent être fortement incités à augmenter la performance de la firme pour accroître leur pouvoir ainsi que leur rémunération. Dans le cas contraire, les dirigeants sont plus incités à accroître le chiffre d'affaires de la firme ainsi que son risque pour augmenter leur pouvoir et leur rémunération.

Les hypothèses testées sont les suivantes :
H_0 : La performance de l'entreprise influence positivement les gains de mandats de Pdg réalisés par les dirigeants
H_1 : La performance de l'entreprise n'a aucune influence sur les gains de mandats de Pdg réalisés par les dirigeants.

Nous testons la relation suivante :

Spdg91= CST + Sharpe 90 + Sharpe 91 + ε

Avec:

- Spdg91 : le nombre de postes de Pdg perdus ou gagnés par les dirigeants au cours de l'année 1991,
- Sharpe 90[226] : l'indice de Sharpe calculé pour l'année 1990,
- Sharpe 91 : l'indice de Sharpe calculé pour l'année 1991,
- CST : une constante
- ε : une variable d'erreur.

Tableau 51 : Influence de la performance de la firme sur les gains de mandats de Pdg.

Variable expliquée	**SPdg91**		
Variable	**Coefficient**	**T de Student**	**Significativité**
Sharpe 90	0.037311	0.098	0.9221
Sharpe 91	-0.014826	-1.067	0.2882
CST	0.329161	3.119	0.0023
R^2 ajusté	**0**	**Nombre d'individus :**	**119**
Test de Fisher	**F**	**0.57073**	**0.5667**

Aucune des variables retenues dans l'analyse n'est significative au seuil de 5 %.

Les dirigeants ne sont pas incités à la performance dans la mesure où celle-ci ne se traduit pas par un accroissement de leurs avantages en termes de rémunération. Il semble donc plus efficace pour les dirigeants de favoriser la croissance de l'entreprise ainsi que le risque de celle-ci pour augmenter leur rémunération.

Nous allons étudier quels sont les facteurs qui permettent aux dirigeants d'augmenter le risque de la firme.

III. INFLUENCE DE L'ENRACINEMENT SUR LE RISQUE DE LA FIRME

Il peut être souhaitable pour les actionnaires que le risque de l'entreprise soit

[226]La colinéarité des variables a été testée par la méthode de Belsey Quh et Welsh , les résultats obtenus ne font pas apparaître de multicolinéarité.
Belsey.D.A, E.Quh et R.E.Welsh (1980); Regression diagnostics, identifying influencial data and

important car plus la variabilité des flux est forte, plus les perspectives de gains sont élevées. Cependant, un risque élevé peut dissuader les équipes dirigeantes concurrentes de prendre le contrôle des actifs de la firme et favoriser l'enracinement de l'équipe en place (Stiglitz et Edlin (1992)). Une telle stratégie présente un inconvénient pour les dirigeants qui l'entreprennent, car un risque élevé peut conduire à l'échec. Tant que les actionnaires obtiennent une rémunération minimum suffisante (Castanias et Helfat 1992), les dirigeants conservent leur poste, mais lorsque les investissements réalisés ne produisent pas les profits minimums attendus, ils peuvent perdre leur mandat.

Nous proposons donc d'étudier si le cumul des mandats, l'âge des dirigeants ou la durée du mandat de Pdg influencent le risque de l'entreprise. Il s'agit en fait de déterminer à partir de quel stade d'enracinement les dirigeants peuvent entreprendre une stratégie risquée pour augmenter leur pouvoir auprès des actionnaires.

A) INFLUENCE DU CUMUL DES MANDATS

Les tests précédents nous ont montrés l'influence de la prise de risque sur le nombre de mandats de Pdg gagnés ou perdus par les dirigeants. Nous proposons à présent de tester si le cumul des mandats peut permettre aux dirigeants d'entreprendre une stratégie consistant à augmenter le risque de l'entreprise pour dissuader les équipes concurrentes de postuler pour la gestion des actifs de la firme et accroître ainsi la dépendance des actionnaires et des différents partenaires de la firme à leur égard.

Nous testons les hypothèses suivantes :

H_0 : Le cumul des mandats n'a aucune influence sur le risque de l'entreprise

H_1 : Le cumul des mandats influence positivement le risque de l'entreprise.

---

sources of colinearity; Wiley Editor; New York; chap III.

H_1 teste l'hypothèse selon laquelle plus les dirigeants sont enracinés et plus ils ont d'opportunités d'accroître leur enracinement, le pouvoir des différents partenaires de la firme n'étant plus suffisant pour s'opposer à leur stratégie.

Nous testons la relation suivante :

Sigma 91-93 = CST + Nadm 90 + Npdg 90 + ε

avec :

- Sigma 91-93 : le risque de l'entreprise, mesuré par l'écart type des rentabilités hebdomadaires sur la période du 1/1/91 au 31/12/93,
- Nadm 90 : le nombre de mandats d'administrateur occupés par les dirigeants au 31/12/90,
- Npdg 90 : le nombre de mandats de Pdg occupés par les dirigeants au 31/12/90,
- CST : une constante,
- ε : une variable d'erreur.

Tableau 52 : influence du cumul des mandats sur le risque moyen de la firme

Variable expliquée	**Sigma91-93**		
Variable	**Coefficient**	**T de Student**	**Significativité**
NAdm	-0.003718	-1.236	0.2192
NPdg	0.018417	2.267	0.0253
CST	0.165871	6.069	0.0000
R^2 ajusté	**0.02769**	**Nombre d'individus :**	**119**
Test de Fisher	**F**	**2.63750**	**0.0759**

Le nombre de mandats de Pdg occupés par les dirigeants influence positivement le risque de la firme. L'hypothèse H_1 est donc corroborée, le cumul des mandats de Pdg par les dirigeants favorise le risque de l'entreprise. Cependant le coefficient de détermination reste très faible.

Ce résultat nous incite à penser que lorsque les dirigeants bénéficient d'un pouvoir fort à l'intérieur de la firme (mesuré dans notre étude par le nombre de mandats de Pdg occupés à un instant donné), ils peuvent imposer aux actionnaires (ou aux membres du conseil d'administration) des investissements que ces derniers n'auraient peut être pas approuvés s'ils avaient eu la possibilité de s'opposer aux dirigeants. Ces derniers sont incités à augmenter le risque de la firme pour

augmenter leur pouvoir ainsi que leur rémunération, ils augmentent l'incertitude et monnayent auprès des partenaires de l'entreprise leur aptitude et leur capacité à la gérer.

Pour poursuivre cette analyse, nous allons étudier l'influence de l'âge et de la durée du mandat des dirigeants sur le risque de l'entreprise.

B) INFLUENCE DE LA DUREE DE MANDAT, DE L'AGE ET DU DEPASSEMENT DE L'AGE DE LA RETRAITE

La durée de mandat des dirigeants peut constituer un bon indicateur de leur enracinement. Cependant elle ne nous indique pas si les dirigeants ont conservé leur place à la tête de l'entreprise parce qu'ils étaient les plus compétents ou au contraire parce qu'ils ont réussi à dissuader les actionnaires de recourir à d'autres équipes plus performantes, en raison des coûts de sortie importants qu'une telle action pourrait avoir sur leur patrimoine.

La question à laquelle nous désirons répondre est la suivante :

Les dirigeants réalisent-ils une stratégie d'enracinement par phase, consistant dans un premier temps à s'enraciner par leur compétence, puis à augmenter la dépendance des actionnaires en augmentant le risque de l'entreprise et en fin de carrière, lorsqu'ils sont proches de la retraite, à diminuer le risque de la firme pour limiter leur propre incertitude?

Nous testons les hypothèses suivantes :

H_0 : L'âge, la durée du mandat et le dépassement de l'âge de la retraite n'ont pas d'influence sur le risque de l'entreprise. Les dirigeants doivent poursuivre une stratégie d'enracinement constante pour conserver leur poste.

H_1 : L'âge, la durée du mandat et le dépassement de l'âge de la retraite ont une influence négative sur le risque de l'entreprise. Les dirigeants fortement enracinés en fin de mandat peuvent profiter de rentes de situation sans réinvestir. Ils

consomment leur pouvoir en fin de carrière.

H_2: L'âge, la durée du mandat et le dépassement de l'âge de la retraite ont une influence positive sur le risque de l'entreprise. Les dirigeants doivent augmenter leur enracinement en fin de carrière pour conserver leur poste et dissuader les actionnaires de les remplacer par des équipes plus jeunes.

Nous testons la relation suivante :

Sigma 91-93 = CST + a. Age + b. Durée + c. Retraite 65 + ε

avec:

- Sigma 91-93 : le risque de l'entreprise, mesuré par l'écart type des rentabilités hebdomadaires sur la période du 1/1/91 au 31/12/93,
- Age : l'âge des dirigeants au 31/12/93,
- Retraite 65 : Une variable muette prenant la valeur 1 lorsque le dirigeant a plus de 65 ans au 31/12/93, et la valeur 0 dans le cas contraire,
- CST : une constante,
- ε : une variable d'erreur.

Tableau 53 : Influence de l'enracinement sur le risque de l'entreprise

Variable expliquée	**Sigma91-93**		
Variable	**Coefficient**	**T de Student**	**Significativité**
Age	-0.00330	-1.156	0.2500
Durée	9.15191E-06	1.125	0.2630
Retraite 65	0.005045	0.78	0.9733
CST	0.346875	2.358	0.0200
R^2 ajusté	**0**	**Nombre d'individus :**	**119**
Test de Fisher	**F**	**0.85016**	**0.4693**

Aucune des variables retenues n'est significative au seuil de 5%.

L'hypothèse H_0 est confirmée, les dirigeants doivent maintenir une pression constante sur les actionnaires et les différents partenaires de l'entreprise pour conserver leur situation. Un risque élevé leur assure un enracinement fort.

Une telle situation n'est pas nécessairement nuisible aux actionnaires s'ils obtiennent une rémunération adaptée au risque qu'ils encourent. En effet, si un risque plus grand leur permet de bénéficier d'une meilleure rentabilité des actions, l'enracinement leur est profitable, les dirigeants s'enracinent par leurs compétences

et les propriétaires de l'entreprise perçoivent une partie des rentes que leurs équipes managériales sont incitées à créer pour éliminer la concurrence sur le marché de l'emploi.

Dans cette perspective, les arguments développés par Castanias et Helfat (1992) seraient confirmés.

Dans le cas contraire, la théorie développée par Shleifer et Vishny et Morck, Shleifer et Vishny serait corroborée.

IV. INFLUENCE DE L'ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS SUR LA PERFORMANCE DE LA FIRME

Pour tenter de répondre à notre dernière question - l'enracinement des dirigeants profite-t-il à la richesse des actionnaires ? - nous allons étudier l'influence du cumul des mandats sur la performance moyenne de l'entreprise sur la période 1991-1993, ainsi que l'impact de la durée de mandat et de l'âge sur cette même variable.

A) INFLUENCE DU CUMUL DES MANDATS SUR LA PERFORMANCE DE L'ENTREPRISE

Trois hypothèses s'opposent concernant l'impact du cumul des mandats sur les performances de la firme.

- la première suppose qu'il n'y a aucune influence du cumul des mandats sur les performances de la firme, l'enracinement des dirigeants est sans influence sur la performance de la firme,
- la seconde suppose qu'il existe une relation négative entre le cumul des mandats par les dirigeants et les performances de l'entreprise, l'enracinement est nuisible pour la richesse des actionnaires, les dirigeants augmentent leur opportunisme au détriment des différents partenaires de l'entreprise (Shleifer et Vishny et

Morck, Shleifer et Vishny)

- la troisième postule une relation positive du cumul des mandats par les dirigeants sur les performances de l'entreprise. L'enracinement des dirigeants profite aux actionnaires qui perçoivent une partie des rentes générées par les dirigeants pour se différencier de la concurrence sur le marché de l'emploi (Castanias et Helfat (1992)).

Nous testons donc les hypothèses alternatives suivantes :

H_0 : Le cumul des mandats de Pdg et d'administrateur n'a pas d'influence sur la performance moyenne de la firme.

H_1 : Le cumul des mandats de Pdg et d'administrateur influence positivement la performance moyenne de l'entreprise.

H_2 : Le cumul des mandats de Pdg et d'administrateur influence négativement la performance moyenne de l'entreprise sur la période.

Nous testons la relation suivante :

Sharpe 91-93 = CST + NADM 90 + Npdg 90 + ε

Avec :

- Sharpe 91-93 : La moyenne des valeurs de l'indice de Sharpe sur la période 1991, 1992, 1993.
- NADM 90 : le nombre de postes d'administrateur occupés par les dirigeants au 31/12/1990.
- Npdg 90 : le nombre de postes de Pdg occupés par les dirigeants au 31/12/1990.
- CST : une constante,
- ε : une variable d'erreur

Tableau 54 : Influence du cumul des mandats sur la performance moyenne ajustée au risque sur la période 1991-1993

Variable expliquée	Sharpe91-93		
Variable	**Coefficient**	**T de Student**	**Significativité**
Nadm 90	0.295136	2.658	0.0090
Npdg 90	-0.963984	-3.239	0.016

CST	2.821496	2.853	0.051
R^2 ajusté	**0.06935**	**Nombre d'individus : 124**	
Test de Fisher	F	5.47082	0.0053

On remarque une influence positive du nombre de mandats d'administrateur et une influence négative du nombre de mandats de Pdg sur la performance moyenne.

L'impact favorable du nombre de mandats d'administrateur semble confirmer l'importance des réseaux et de l'accès à l'information. En revanche l'accumulation de pouvoir par les dirigeants à travers les mandats de Pdg ne favorise pas la maximisation de la richesse des actionnaires.

Ces différents résultats corroborent la théorie de l'enracinement, l'accumulation de pouvoir par les dirigeants à l'intérieur de la firme qu'ils dirigent défavorise les actionnaires.

Pour compléter cette analyse, il nous faut à présent étudier les effets liés à l'âge des dirigeants et surtout à la durée de leur mandat.

B) INFLUENCE DE LA DUREE DU MANDAT DE PDG ET DE L'AGE SUR LA PERFORMANCE DE L'ENTREPRISE

L'âge des dirigeants peut constituer un indicateur de leur expérience en matière de gestion, il est donc logique de supposer une relation positive entre l'âge des dirigeants et les performances de la firme.

Le dépassement de l'âge de la retraite par les dirigeants peut constituer un indicateur de leur enracinement, il prouve qu'ils sont capables d'éliminer les concurrents et de conserver leur poste au-delà de l'âge légal.

La durée du mandat constitue également un indicateur de l'enracinement des dirigeants, plus cette durée est longue, plus les dirigeants bénéficient d'un avantage concurrentiel sur le marché de l'emploi en disposant d'un capital humain spécifique à la firme.

Les auteurs ayant contribué à l'analyse de l'enracinement des dirigeants s'opposent sur les effets d'une telle situation pour les actionnaires. Pour tenter de départager les avis, nous allons tester trois hypothèses :

- la première suppose la neutralité de l'enracinement sur la performance de la firme,
- la seconde présume que l'enracinement des dirigeants influence positivement la performance de la firme, et illustre la théorie de Castanias et Helfat 1992,
- la dernière postule que l'enracinement influence négativement la performance de l'entreprise et illustre la théorie de Shleifer et Vishny et Morck, Shleifer et Vishny.

Nous testons les hypothèses alternatives suivantes:

H_0 : La durée du mandat, l'âge des dirigeants ainsi que le dépassement de l'âge de la retraite (65 ans) en 1993, n'ont pas d'incidence sur la performance de l'entreprise.

H_1 : La durée du mandat, le dépassement de l'âge de la retraite (65 ans) en 1993 ont une influence négative sur la performance, et l'âge des dirigeants a une influence positive sur la performance de l'entreprise (influence négative de l'enracinement et statégie d'enracinement par phases).

H_2 : La durée du mandat de Pdg, le dépassement de l'âge de la retraite ainsi que l'âge des dirigeants ont une influence positive sur la performance de la firme (influence positive de l'enracinement).

Nous testons la relation suivante :

Sharpe 91-93 = CST + a.Age + b.Durée + c.Retraite 65 + ε

Avec :

Sharpe 91-93: La moyenne des valeurs de l'indice de Sharpe sur la période 1991, 1992, 1993.

Age: l'âge des dirigeants en 1993

Durée : Durée du mandat de dirigeant au 31/12/93

Retraite 65 : Une variable muette prenant la valeur 1 lorsque le dirigeant a plus de 65 ans au 31/12/93, et la valeur 0 dans le cas contraire.

Tableau 55 : Influence de l'âge , de la durée du mandat et du dépassement de l'âge de la retraite sur la performance moyenne ajustée au risque

Variable expliquée	**Sharpe91-93**		
Variable	**Coefficient**	**T de Student**	**Significativité**
Age	0.298077	2.923	0.0041
Durée	-5.26876E-04	-1.845	0.0675
Retraite 65	-4.7114421	-2.048	0.0427
CST	-11.835941	2.254	0.0260
R^2 ajusté	**0.05438**	**Nombre d'individus :**	**124**
Test de Fisher	**F**	**3.35796**	**0.0212**

L'âge des dirigeants influence positivement la performance de la firme sur la période d'étude, en revanche on remarque l'influence négative du dépassement de l'âge de la retraite. De même, on constate que la durée du mandat semble avoir une influence négative sur la performance moyenne de la firme (au seuil de 10%). Ces différents résultats corroborent l'hypothèse de l'enracinement des dirigeants par phase.

V. CONCLUSION

Le tableau suivant fait la synthèse des différents résultats obtenus:

Tableau 56 : Synthèse des résultats des interactions entre l'enracinement et la performance de l'entreprise

	VARIABLES EXPLIQUEES		
VARIABLES EXPLICATIVES	**Performance de l'entreprise**	**Risque**	**gain de mandats de Pdg**
Cumul de mandats de Pdg	< 0*	> 0 *	
Cumul de mandats d'administrateurs	> 0*	ns	
Durée du mandat de Pdg	< 0**	ns	
Age du dirigeant	> 0*	ns	
Dépassement de l'âge de la retraite	< 0*	ns	
Performance de la firme			ns
Croissance du Chiffre d'affaires			> 0*
Risque de la firme			> 0*

* Significatif au seuil de 5% ** Significatif au seuil de 10% ns: non significatif

Les différents résultats obtenus corroborent la théorie de Stiglitz et Edlin (1992) selon laquelle les dirigeants sont incités à investir dans des projets risqués pour éliminer les équipes concurrentes sur le marché et accroître ainsi leur enracinement. Le risque de la firme est influencé significativement par le nombre de mandats de Pdg détenus par les dirigeants et un risque élevé leur permet d'accroître ce nombre de mandats. De même la croissance du chiffre d'affaires de la firme a une influence positive sur les gains de mandats réalisés.
On peut donc déduire de ces résultats que les dirigeants sont incités à investir dans des activités risquées pour augmenter leur enracinement.

Les prédictions de Shleifer et Vishny et Morck, Shleifer et Vishny semblent

également confirmées par les résultats des tests, l'enracinement, (mesuré à travers la durée de leur mandat, le cumul des mandats de Pdg et le dépassement de l'âge de la retraite), influence négativement la performance des firmes. L'accroissement du pouvoir des dirigeants est donc nuisible à la richesse des actionnaires et ne permet pas à ces derniers de procéder à une allocation optimale des ressources en raison des coûts de sortie élevés que cela implique. L'analyse de Hill et Jones (1993) apporte à cet égard des arguments pertinents sur la compréhension des stratégies d'enracinement.

On notera également les influences négatives de la durée de mandat (la variable est signifiative au seuil de 10% seulement) et du dépassement de l'âge de la retraite sur la performance de la firme. Ces résultats semblent confirmer l'hypothèse d'enracinement par phases, selon laquelle les dirigeants doivent s'enraciner par leurs compétences dans un premier temps, puis utiliser leur pouvoir à des fins opportunistes dans les périodes suivantes.

CONCLUSION

CONCLUSION

Nous définissons l'enracinement des dirigeants comme un excès de leur pouvoir par rapport à leurs performances sur les partenaires de l'entreprise. Les stratégies qu'ils entreprennent ont pour objectif d'accroître ces différentiels de pouvoir avec les "stakeholders" en modifiant l'environnement (concurrence, asymétrie d'information...).

Notre problématique est articulée autour de trois questions :

- les dirigeants peuvent-ils s'enraciner en utilisant la politique d'investissement de la firme ?
- Les prises de contrôle peuvent-elles constituer un outil d'enracinement ?
- L'enracinement des dirigeants est-il néfaste pour les actionnaires ?

Pour répondre à ces interrogations nous avons dans un premier temps défini le cadre théorique de l'enracinement en remarquant que la théorie de l'enracinement constituait un prolongement de la théorie de l'agence et que si un certain nombre d'hypothèses issues de la théorie des coûts de transaction ou de celle de l'agence pouvaient être reprises, il existait cependant des différences notables quant aux prédictions.

La prise en compte des modifications de l'environnement par les dirigeants et l'étude des différentiels de pouvoir en résultant enrichissent l'analyse des relations entre les équipes managériales et les partenaires de l'entreprise.

La théorie de l'enracinement suppose que les agents peuvent être relativement inefficaces et ne pas disparaître du marché. Ce point constitue une différence théorique essentielle par rapport à la théorie de l'agence ou à celle des coûts de transaction pour lesquels le principe d'efficacité constitue un élément fondamental.

L'introduction de la réputation des équipes dirigeantes nous a permis de définir le coût de ces stratégies et de mieux spécifier les arbitrages auxquels elles sont confrontées.

Ces différentes considérations théoriques nous ont amené à formuler un certain nombre de propositions que nous pouvons regrouper en quatre points :

- les éléments favorisants l'enracinement des dirigeants ;
- l'influence des stratégies d'enracinement sur le contrôle des dirigeants ;
- l'influence des stratégies d'enracinement sur la politique d'investissement de l'entreprise ;
- l'influence des stratégies d'enracinement sur la performance de la firme.

Nous allons rappeler pour chacun de ces points les propositions théoriques que nous rapprocherons des résultats empiriques obtenus.

I. LES ELEMENTS FAVORISANT L'ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS

PROPOSITION 1 : L'ASYMETRIE D'INFORMATION, L'ETABLISSEMENT DE RELATIONS INFORMELLES, ET L'APPARTENANCE A DES RESEAUX FAVORISENT L'ENRACINEMENT

Résultats empiriques

1. Le nombre de postes d'administrateurs et le nombre de postes de Pdg occupés précédemment favorisent le cumul des mandats de Pdg ainsi que la durée de mandat des dirigeants.
2. La présence d'actionnaires institutionnels influence négativement le turnover des dirigeants
3. La durée de mandat des dirigeants influence négativement la rotation des administrateurs

La proposition est corroborée par les résultats empiriques obtenus. Les relations informelles semblent jouer un rôle important dans l'enracinement des dirigeants. On notera que le développement de telles relations avec les

organes de contrôle contribue à leur inefficacité.

PROPOSITION 2 : LEUR REPUTATION CONTRAINT LES DIRIGEANTS A PROCEDER A DES ARBITRAGES

Les différentes études menées ne nous ont pas permis de tester cette hypothèse. On peut cependant noter que sur l'échantillon de 143 entreprises retenues pour les tests sur la performance, 42.7% ont un indice de Sharpe moyen[227]inférieur à 0, mais 27.3% seulement des entreprises ont une rentabilité moyenne[228] non ajustée au risque négative.

PROPOSITION 3 : LES STRATEGIES D'ENRACINEMENT SONT REALISEES PAR PHASES , DANS UN PREMIER TEMPS LES DIRIGEANTS S'ENRACINENT PAR LEURS COMPETENCES, PUIS ILS ADOPTENT UN COMPORTEMENT OPPORTUNISTE

Résultats empiriques

1. la durée de mandat des dirigeants (résultat significatif au seuil de 10%) et le dépassement de l'âge de la retraite influencent négativement la performance de l'entreprise.

L'hypothèse semble confirmée par les résultats. Les dirigeants commencent leur stratégie d'enracinement par une phase de valorisation et augmentent ensuite leur opportunisme.

[227]Calculé sur la période du 1/1/91 au 1/1/93.

[228]Calculée sur la période du 1/1/91 au 1/1/93

II. INFLUENCE DES STRATEGIES D'ENRACINEMENT SUR LE CONTROLE DES DIRIGEANTS

PROPOSITION 1 : LES MOYENS DE CONTROLE SONT INEFFICACES POUR LIMITER L'ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS

Résultats empiriques

1. Le nombre de postes de Pdg occupés constitue une source de pouvoir et influence positivement la durée des mandats.
2. Plus les dirigeants sont enracinés plus ils peuvent s'enraciner. (le cumul des mandats favorise l'obtention de nouveaux mandats)

Les résultats empiriques confirment les difficultés liées au contrôle de la gestion des dirigeants.

PROPOSITION 2 : LES DIRIGEANTS INFLUENCENT LA COMPOSITION DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Résultats empiriques

1. La durée de mandat des dirigeants influence négativement la rotation des administrateurs
2. L'enracinement des dirigeants n'a pas d'influence sur la nomination d'administrateurs externes

Les résultats empiriques ne confirment pas l'hypothèse selon laquelle les dirigeants favorisent la nomination d'administrateurs internes au sein du conseil, cependant l'utilisation des relations informelles avec les membres du conseil d'administration semble confirmée.

PROPOSITION 3 : LES ACTIONNAIRES MAJORITAIRES NE PEUVENT PAS S'OPPOSER A L'ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS

Résultats empiriques

1. la concentration de l'actionnariat n'influence pas le cumul des mandats et la durée du mandat de Pdg.
2. la concentration de l'actionnariat et la présence d'actionnaires financiers n'influencent pas le turnover des dirigeants.

L'inefficacité des actionnaires majoritaires en termes de contrôle sur la gestion de la firme semble confirmée. En revanche l'étude empirique ne nous permet pas de préciser si cette situation est due à leur dépendance à l'égard des rentes et quasi-rentes crées par les dirigeants.

III. INFLUENCE DES STRATEGIES D'ENRACINEMENT SUR LA POLITIQUE D'INVESTISSEMENT DE LA FIRME

PROPOSITION 1 : LES DIRIGEANTS REALISENT DES INVESTISSEMENTS SPECIFIQUES OU OPPORTUNISTES POUR S'ENRACINER

Résultats empiriques

1. Le nombre de prises de participation et d'acquisitions réalisées hors marché financier augmentent la probabilité des dirigeants d'obtenir de nouveaux mandats.
2. Le nombre d'OPE réalisées diminuent cette probabilité.

Le premier résultat semble confirmer la proposition selon laquelle les

dirigeants réalisent des investissements contribuant à accroître leur pouvoir auprès des actionnaires, le second pourrait expliquer la faible fréquence de ce type d'opération dans notre échantillon.

PROPOSITION 2 : L'ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS INFLUENCE LA POLITIQUE D'INVESTISSEMENT DE L'ENTREPRISE

Résultats empiriques

1. Le nombre d'OPA est influencé positivement par le nombre de mandats d'administrateur et négativement par le nombre de mandats de Pdg.
2. Le recours[229] aux OPA est influencé positivement par le nombre de mandats de Pdg.
3. le recours aux prises de contrôle (hors OPA) est influencé positivement par la durée.
4. Le recours aux prises de participation est influencé positivement par le nombre de mandats de Pdg et négativement par la durée du mandat.

Ces différents résultats semblent corroborer l'hypothèse selon laquelle l'enracinement des dirigeants influence la politique d'investissement de la firme. On notera cependant que le recours à certaines opérations peut dépendre de la phase d'enracinement des dirigeants.

IV. INFLUENCE DES STRATEGIES D'ENRACINEMENT SUR LA PERFORMANCE

PROPOSITION 1 : LE RISQUE FAVORISE L'ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS (STIGLITZ ET EDLIN (1992))

[229]Cette variable est mesurée par le rapport entre le nombre d'OPA réalisées et le nombre total d'opérations.

Résultats empiriques

1. la croissance du chiffre d'affaires ainsi que le risque influencent positivement les gains de mandat de Pdg au cours de la période.

La proposition de Stiglitz et Edlin (1992) semble confirmée par les résultats. Le risque de l'entreprise favorise l'accroissement de pouvoir des dirigeants.

PROPOSITION 2 : L'ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS EST NUISIBLE AUX ACTIONNAIRES (SHLEIFER ET VISHNY ET MORCK, SHLEIFER ET VISHNY)

Résultats empiriques

1. Le nombre de mandats d'administrateur influence positivement la performance des firmes, mais le nombre de mandats de Pdg a une influence négative.
2. L'âge des dirigeants influence positivement la performance de la firme, mais le dépassement de l'âge de la retraite a une influence négative.

On notera que les résultats sont mitigés, cependant les propositions de Shleifer et Vishny et Morck, Shleifer et Vishny semblent confirmées en partie, le cumul des postes de Pdg ainsi que le dépassement de l'âge de la retraite par les dirigeants influencent négativement la performance de la firme.

PROPOSITION 3 : LES ACTIONNAIRES PEUVENT BENEFICIER DE L'ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS (CASTANIAS ET HELFAT)

Résultats empiriques

1. Le nombre de mandats d'administrateur influence positivement la performance des firmes, mais le nombre de mandats de Pdg a une influence négative.
2. L'âge des dirigeants influence positivement la performance de la firme, mais le dépassement de l'âge de la retraite a une influence négative.

Les propositions de Castanias et Helfat (1992) semblent partiellement confirmées par les résultats, les actionnaires semblent profiter du cumul des postes d'administrateur. Cependant le cumul des postes de Pdg et le dépassement de l'âge de la retraite influence négativement la performance de l'entreprise.

Ces différents résultats nous permettent de répondre aux trois questions de notre problématique.

(a) LES DIRIGEANTS PEUVENT-ILS S'ENRACINER EN UTILISANT LA POLITIQUE D'INVESTISSEMENT DE LA FIRME?

Nous avons observé que la réalisation de prises de participation ou d'acquisitions augmentait la probabilité des dirigeants d'obtenir de nouveaux mandats de Pdg qui contribuent à accroître leur pouvoir. De plus l'augmentation "temporaire" du risque de la firme leur permet de parvenir à des résultats similaires. Une telle augmentation peut être réalisée grâce à l'orientation des investissements de l'entreprise. Il semblerait donc que les dirigeants puissent s'enraciner en utilisant la politique d'investissement de la firme.

(b) LES PRISES DE CONTROLE PEUVENT-ELLES CONSTITUER UN OUTIL D'ENRACINEMENT ?

La réponse à cette question est positive, cependant la faiblesse des résultats obtenus nous incite à une grande prudence. Il semblerait que d'autres éléments tels que les relations informelles, les réseaux ... aient un pouvoir explicatif plus important.

(c) L'ENRACINEMENT DES DIRIGEANTS EST-IL NEFASTE POUR LES ACTIONNAIRES?

L'enracinement des dirigeants est bénéfique pour les actionnaires dans la première phase de la stratégie, au cours de laquelle l'équipe managériale construit son pouvoir auprès des partenaires en utilisant au mieux ses compétences pour accroître les performances de l'entreprise. Dans les phases suivantes, les moyens de contrôle se trouvent réduits, et les performances de la firme sont influencées négativement par le cumul des postes de Pdg, la durée du mandat ou le dépassement de l'âge de la retraite de l'équipe en place.

La théorie de l'enracinement semble corroborée par les tests empiriques. La prise en compte des relations de pouvoir entre les différents partenaires et des modifications de l'environnement générée par les acteurs, permet de mieux analyser les faiblesses de certains systèmes de contrôle et les possibilités pour les dirigeants d'accroître leur opportunisme à l'égard des "stakeholders".

Cependant les résultats obtenus nous conduisent à d'autres interrogations auxquelles de futures études devraient tenter de répondre :

- La réputation des dirigeants sur le marché de l'emploi constitue-t-elle une

contrainte suffisante pour limiter leur opportunisme ?

- Quels sont les avantages en termes de rémunération que les dirigeants peuvent retirer de leur enracinement ? L'attribution de plan d'options est-elle, par exemple, influencée par l'enracinement ? Comment mettre en place des systèmes de rémunération incitatifs lorsque les dirigeants ont la possibilité d'accroître celle-ci indépendamment de leurs performances ?
- Quels sont les modes de contrôle qui peuvent lutter efficacement contre les aspects négatifs de l'enracinement ? Une analyse de ces processus en termes de pouvoir devrait enrichir considérablement les apports existants, et intégrer l'influence des dirigeants sur les organes chargés de leur contrôle.

Les résultats nous interrogent également sur le mode de fonctionnement du capitalisme français. Les informations sur les dirigeants sont rares, leur rémunération inconnue des actionnaires...

Une plus grande transparence devrait accroître l'efficacité de l'entreprise en permettant aux partenaires d'exercer un meilleur contrôle sur sa gestion.

BIBLIOGRAPHIE

BIBLIOGRAPHIE

Agrawal.A et G.Mandelker ; (1990); Large shareholders and the monitoring of managers: the case of antitakeover charter amendements; Journal of Financial and Quantitative Analysis; N°25; pp 143-161.

Agrawal.A et G.Mandelker ; (1992); Shark repellents and the role of institutional investors in corporate governance; Managerial and Decisions Economics; Vol 13; pp 15-22.

Akerlof.G ; (1970) ; "The Market for Lemons: Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism" ; Quarterly Journal of Economics, vol 84, pp 488-500 .

Alchian.A.A et H.Demsetz ; (1972) ; Production, information costs, and economic organization ; American Economic Review ; vol 62 ; pp 777-795.

Amihud.Y et B.Lev ; (1981) ; Risk Reduction as a managerial motive for conglomerate merger; Bell Journal of Economics, Vol 12 ; pp 393-406.

Aoki.M ; (1984) ; The Cooperative Game Theory of the Firm ; Oxford ; Oxford University Press.

Asquith.P, Bruner.R.F et D.W.Mullins ; (1983) ; The gains to bidding firms from merger ; Journal of Financial Economics ; vol 11 ; pp 121-139.

Auerbach.A.J ; (1988) ; Corporate Takeovers: causes and consequences ; Chicago: University of Chicago Press.

Auerbach.A.J ; (1988) ; Mergers and Acquisitions; Chicago, London, The University of Chicago Press.

Ballandier.J; (1971) ; Sociologie de l'Afrique noire; PUF Quadrige.

Barnard.C.I ; (1938) ; The function of the executive ; Cambridge ; Mas. ; Harvard University Press.

Barney.J.B et W.G.Ouchi ; (1986) ; Organizational Economics ; San Francisco ; Jossey Bass.

Baumol.W.J ;(1959) ; Business Behavior, Value and Growth ; New York ; Macmillan.

Becker.G ; (1964) ; Human Capital ; Columbia ; University Press.

Belsey.D.A, E.Quh et R.E.Welsh ; (1980); Regression diagnostics, identifying influencial data and sources of colinearity; Wiley Editor; New York; chap III.

Berle.A.A et G.C.Means ; (1932) ; The Modern Corporation and Private

Property ; Mac Millan; New York.

Bhagat.S, Shleifer.A et R.W.Vishny ; (1990) ; Hostile takeovers in the 1980s: the return to corporate specialization ; Brooking papers on economic activity: Microeconomics ; pp 1-84.

Black .F et Scholes.M ; (1973) ; The pricing of options and corporate liabilities ; Journal of Political Economy ; pp 637-659.

Boot.A.W ; (1992) ; Why hang on to losers ? Divestitures and Takeovers ; Journal of Finance ; vol 47; N°4; pp 1401-1423.

Bradley.M, Desay.A et E.H.Kim ; (1988) ; Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms; Journal Of Financial Economics ; vol 21 ; pp 3-40.

Breton.A et R.Wintrobe ; (1982) ; The logic of bureaucratic conduct, Cambridge University Press.

Brousseau.E ; (1993) ; L'économie des contrats, technologies de l'information et coordination interentreprises, PUF.

Chandler.A.D ; (1962) ; Strategy and Structure ; Cambridge ; Mas. ; MIT Press.

Chandler.A.D ; (1977) ; The visible hand: the managerial revolution in American business ; Cambridge; Mas. ; Belknap Press.

Charreaux.G ; (1987); La théorie positive de l'agence: une synthèse de la littérature in De nouvelles théories pour gérer l'entreprise ; Economica.

Charreaux.G ; (1990) ; La théorie des transactions informelles: une synthèse ; Economies et Sociétés ; Sciences de Gestion N°15.

Charreaux.G ; (1992) ; Mode de contrôle des dirigeants et performance des firmes ; Cahier du Crégo N° 9206

Charreaux.G et Pitol-Belin J.P ; (1990); Le conseil d'administration; Vuibert Gestion, p 152.

Coase.R.H ; (1937) ; The Nature Of The Firm ; Economica, New Series, IV; pp 386-405.

Coquery-Kichovitch.C et Moniot.H ; (1984) ; L'Afrique noire de 1800 à nos jours; PUF Clio.

Coriat.B et O.Weinstein ; (1995) ; Les nouvelles théories de l'entreprise ; Le livre de Poche; Collection Références.

Crozier.M ; (1963) ; Le phénomène bureaucratique ; Seuil.

Cyert.R.M et J.G.March ; (1963) ; A Behavioral Theory of the Firm ;

Englewood Cliffs ; NJ:Prentice Hall.

Dahl.R.A ; (1981);The concept of power ; Behavioral Science ;2 ; 201-215; 1957 ; cité dans Pfeffer.J ; Power in Organizations ; Page 3 ; Harper Business.

Deboislandelle.H.M ; (1994) ; Le management politique des ressources humaines: dépendance et mix-social ; Economies et sociétés ; Série Sciences de Gestion ; N°20 ; pp 141-159.

Demsetz.H et K.Lehn ; (1985); The structure of corporate ownership : causes and consequences; Journal of Political Economy; N°93; pp 1155-1177.

Demsetz.H ; (1983) ; The structure of ownership and the theory of the firm; Journal of Law and Economics; Vol 26; pp 375-390.

Drucker.P.F ; (1988) ; Façonner l'avenir ; Les Editions d'Organisation.

Dumontier.P, JM.Brunet et M.Souton ; (1989) ; Les caractéristiques financières des sociétés françaises acquises par offre publique ; Economies et Sociétés ; Série Sciences de Gestion ; N°14; pp 107- 128.

Ellul.J ; (1961); Histoire des institutions; PUF Thémis.

Emerson.R.M; (1981) ; Power-Dependence Relation ; American Sociological Review; 27 ; 31-41 ; 1962; cité dans J.Pfeffer; Power in Organizations ; Page 3; Harper Business.

Fama.E et M.C.Jensen (1983) ; Separation of ownership and control ; Journal of Law and Economics; vol 26 ; pp 301-326.

Fama.E.F ;(1980) ; Agency Problems and the theory of the firm ; Journal of Political Economy; Vol 82 ; pp 288-307.

Franks.J.R et R.S.Harris ; (1989) ; Shareholder wealth effects of corporate takeovers: The UK experience 1955-1985 ; Journal of Financial Economics ; Vol 23 ; N°2.

Gervais .M ; (1989) ; Système budgétaire et animation des hommes ; P2186 in Encyclopédie de gestion ; Economica.

Hill.C.W et T.M.Jones ; (1992) ; Stakeholder-Agency Theory ; Journal of Management Studies ; Vol 29 ; N°2 ; pp 131-154.

Hirschman.A.O ; (1970) ; Exit, Voice and Loyalty: responses to decline in firms, organizations and states ; Cambridge, Harvard University Press ; traduction française sous le titre: La réaction au déclin des entreprises et des institutions de l'Etat ; Edi

Hirschman.A.O ; (1974) ; Exit, Voice and loyalty: further reflections and a survey of recent contributions ; Social Science Information ; vol 13 ; pp 7-

26.

Hirshleifer.D ; (1993) ; Managerial Reputation and Corporate Investment Decisions ; Financial Management ; pp 145-159 .

Husson.B ; (1987), la prise de contrôle d'entreprises. Paris: PUF.

J.E.Stiglitz et A.S.Edlin ; (1992) ; Discouraging Rivals: Managerial Rent Seeking and Economic Insufficiencies ; Working Paper NBER N°4145.

James.C ; (1987) ; Some evidence on the uniqueness of bank loans ; Journal of Financial Economics; vol 19.

Jensen .M.C ; (1983) ; Organization Theory and Methodology ; Accounting Review ; Vol 50 ; pp 319-339.

Jensen.M.C ; (1984) ; "Takeovers: folklore and science ; Harvard Business Review ; vol 62 ; N°6 ; pp 109-121.

Jensen.M.C ; (1986) ; Agency Costs of Free Cash Flows, Corporate Finance and Takeovers ; American Economic Review ; vol 76 ; N°2 ; pp 323-329.

Jensen.M.C et Meckling,W.H ; (1976), "Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", Journal of Financial Economics ,Vol 3,p 305-350.

Jensen.M.C et K.Murphy ; (1990) ; Performance pay and top management incentives ; Journal Of Political Economy, vol 98 pp 225-264.

Jensen.M.C et R.S.Ruback ; (1983) ; The market for corporate control: the scientific evidence ; Journal of Financial Economics, Vol 11 ; p 5-50.

Jensen.M.C et W.H.Meckling ; (1976) ; Theory of the firm, managerial behavior, agency costs and ownership structure ; Journal of Financial Economics ; Vol 3 pp 305-360.

Joffre.P ; (1987) ; L'économie des coûts de transaction ; in De nouvelles théories pour gérer l'entreprise; Economica Gestion ; page 95.

Klein.B, R.Crawford et A.Alchian ; (1978) ; Vertical integration, appropriable rents and the competitive contracting process ; Journal of Law and Economics ; vol 21 ; pp 297-326.

Knight.F ; (1921) ; Risk, Uncertainty and Profit ; New York ; Houghton Mifflin Co.

Lang.L.H.P, R.M.Stulz et R.A.Walking ; (1989) ; Managerial Performance, Tobin's Q, and the gains from successful tender offers ; Journal of Financial Economics ; Vol 23; N°2.

Le Nouvel Economiste ; Comment Alain Gomez a sauvé sa tête? ; N° 953;

8/07/94.

Le Nouvel Economiste; N°1013; 8/09/95; pp 45-62.

Lummer.S.L et J.J.McConnel ; (1989) ; Further Evidence on the bank lending process and the capital market response to bank loan agreements; Journal of Financial Economics ; Vol 25.

Machiavel.N (1513) ; Il Principe ; Chap XXII. TTraduction française par Jean Anglade ; Le Prince ; Le livre de poche.

Marmuse.C ; (1992) ; Politique générale, Langage, Intelligence, Modèle et Choix Stratégiques; Economica Gestion ; p 411.

Marris.R (1964) ; The Economic Theory of Managerial' Capitalism ; London ; Macmillan.

Milgrom.P et J.Roberts; (1992) ;Economics, Organizations and Management ; Prentice-Hall International Editions.

Mingat.A et P.Salmon ; (1985) ; La tendance politique des grandes villes: conséquence ou cause de la répartition de la population dans les agglomérations ; Document de travail N°78 de l'IME.

Mitchell.M et K.Lehn ; (1990) ; Do Bad Bidders Become Good Targets ? Journal Of Political Economy ; vol 98 ; pp 372-398.

Monteverdee.K et D.Teece ; (1982) ; Supplier switching costs and vertical integration in the automobile industry ; Bell Journal of Economics ; Vol 13; pp 206-213.

Morck.R, Shleifer.A et R.W.Vishny ; (1990) ; Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions? ; Journal of Finance ; N°45 ; pp 31-48.

Morck.R, Shleifer.A et R.W.Vishny ; (1989) ;Alternative mechanisms for corporate control ; American Economic Review ; vol 79; pp 842-852.

Morck.R, Shleifer.A et R.W.Vishny ; (1988) ; Management ownership and market valuation ; Journal of Financial Economics ; vol 20 ; pp 293-315.

Morck.R, Shleifer.A et R.W.Vishny ; (1988) ; Characteristics of targets of hostile and friendly takeovers ; in Auerbach; Corporate Takeovers : Causes and Consequences.

North.C.D ; (1990) ; Institutions, Institutional Change and Economic Performance ; Cambridge University Press.

Nussenbaum.M ; (1989) ; Prises de contrôle, Fusions, Acquisitions. Eléments théoriques et pratiques; Tome III; pp 2245-2270 in Encyclopédie de Gestion; sous la direction de Joffre.P et Y.Simon; Economica.

Orléans.A ; (1994) ; "Sur le rôle respectif de la confiance et de l'intérêt

dans la constitution de l'ordre marchand", dans la Revue du MAUSS, N°4, 2 e semestre, pp 17-36.

Ouchi .W ;(1982) ; Théorie Z - Faire face au défi japonais ; Paris InterEditions.

Peters.T et R.Waterman ; (1983) ; Le prix de l'excellence. Les secrets des meilleures entreprises. InterEditions.

Pfeffer.J ; (1981) ; Power in Organizations ; Page 3 ; Harper Business.

Pfeffer.J ;(1982); Organizations and organization theory ; Ballinger Publishing Company.

Pfeffer.J et G.R.Salancik ; (1978) ; The External Control of Organizations : A Resource Dependence Perspectives ; New York ; Harper Row.

Porter. M.A ; (1980) Competitive Strategy ; New York ; Free Press. Il existe une traduction de cet ouvrage parue en 1990 "Choix Stratégique et Concurrence" ; Economica Gestion.

Raimbourg.P; (1989) ; Asymétrie d'information, Théorie de l'Agence et gestion de l'entreprise; p180 ; in Encyclopédie de Gestion, sous la direction de Joffre.P et Y.Simon, Economica.

Reiter .R ; (1989) ;Culture et Identité; p736 ; in Encyclopédie de gestion ; Economica.

Roll.R ; (1986) ;The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers ; Journal of Business; N°59 ; pp 197-216.

Russ.J ; (1994) ; Les théories du pouvoir ; Le livre de poche; collection Références.

Salancick.G.R et J.Pfeffer ; (1977) ; Who gets the power and how they hold on to it: A strategic-contingency model ; Organizational Dynamic ; Vol 5 ; pp 3-21.

Schleifer. A et L.H.Summers ; (1988) ; Breach of Trust in hostile takeovers; in Corporate takeovers: causes and consequences, sous la direction de A.J.Auerbach ; National Bureau of Economic Research ; The University of Chicago Press ; pp 33-64.

Shivdasani.A ; (1993) ; Board Composition, Ownership Structure and Hostile Takeovers ; Journal of Accounting and Economics ; Vol 16 ; p16-37.

Shleifer.A et R .W. Vishny ; (1990) ; Equilibrium Short Horizons of Investors and Firms ; American Economic Review; vol 80 ; N°2 ; pp 148-153.

Shleifer.A et R.W.Vishny ; (1986); Large Shareholders and corporate

controle; Journal of Political Economy; vol 94; pp 461- 479.

Shleifer.A et R.W.Vishny ; (1988) ; Value Maximization and the Acquisition Process ; Journal of Economic Perspectives ; Vol 2 ; N°1 ; pp 7-20.

Shleifer.A et R.W.Vishny ; (1989) ; Management Entrenchment: the case of manager-specific investments ; Journal of Financial Economics ; pp123-139

Shleifer.A et R.W.Vishny ; (1992) ; Liquidation Value and Debt Capacity: A Market Equilibrium approach ; Journal of Finance ; Vol 47; N°4; pp 1343-1366.

Smith.A ; (1776) ; La Richesse des Nations ; Liv V ; Chapitre I ; section 3. Page 367 ; GF Flammarion

Stiglitz.J.E et A.S.Edlin ; (1992) ;Discouraging rivals: managerial rent seeking and economic efficiencies ; Working Paper N° 4145 ; National Bureau Of Economic Research.

Weisbach.M.S ; (1988) ; Outside Directors and CEO Turnover ; Journal of Financial Economics ; vol 20 ; pp 230-252.

Weisbach.M.S; (1988) ; Outside Directors and CEO Turnover; Journal of Financial Economics; vol 20; pp 230-252.

Williamson.O.E ; (1988), Corporate Finance and Corporate Governance ; Journal Of Finance, Vol 43, vol 3, pp 567-591.

Williamson.O.E ; (1964) ; The Economics of Discretionary Behavior: Managerial Objectives in a Theory of the Firm ; Englewood Cliffs ; N.J.Prentice Hall.

Williamson.O.E ; (1975) ; Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implication; Free Press ; London.

Williamson.O.E ; (1985) ; The Economic Institutions of Capitalism ; The Free Press ; Macmillan Inc. ; New York. Il existe une traduction française de cet ouvrage, Les Institutions de l'Economie ; InterEditions.

Williamson.O.E ; (1988) ; Corporate Finance and Corporate Governance ; The Journal of Finance ; vol XLIII, N°3 ; pp 567-591.

Williamson.O.E ; (1993) ; Calculativeness, Trust and Economic Organization, Journal of Law & Economics, vol 36 .

ANNEXES

PLAN DETAILLE

LISTE DES ILLUSTRATIONS

Figure 1 : Illustration du jeu de la confiance de Kreps
Figure 2 : Illustration du lien entre la réputation des dirigeants et leur pouvoir auprès des actionnaires **157**
Figure 3 : Illustration du lien entre Pouvoir et Réputation des dirigeants **160**
Figure 4 : L'arbitrage des dirigeants entre sécurité et rémunération **161**
Figure 5 : Présentation des différents arbitrages des dirigeants **163**
Figure 6 : Illustration de la fonction d'utilité des dirigeants **164**
Figure 7 : Illustration des choix des dirigeants en fin de carrière **180**
Figure 8 : Illustration de l'enracinement des dirigeants et des contraintes de l'environnement **189**
Figure 9 : Stratégie d'enracinement, cumul des mandats et inefficacité des structures de contrôle **194**
Figure 10 : Enracinement et croissance externe **195**
Figure 11 : Influence de l'enracinement sur la rentabilité de la firme **195**
Figure 12 : Utilisation des postes d'administrateur et de Pdg par les dirigeants pour s'enraciner **198**
Figure 13 : Illustration des tests de l'influence de l'actionnariat sur l'indépendance des dirigeants **214**
Figure 14 : Effet des acquisitions sur l'enracinement des dirigeants **228**

INDEX DES TABLEAUX

Tableau 1 : Présentation des cadres théoriques de l'agence, des coûts de transaction et de l'enracinement
Tableau 2 : Les éléments d'étude de l'agence, des coûts de transaction et de l'enracinement 53
Tableau 3 : L'analyse des différents types de rentes selon Castanias et Helfat 82
Tableau 4 : Tableau de synthèse des analyses de Shleifer et Vishny, Morck, Shleifer et Vishny et Castanias et Helfat . 84
Tableau 5 : Analyse des contrats implicites entre les dirigeants et les différents partenaires de l'entreprise. 127
Tableau 6 : Analyse du rôle de l'asymétrie d'information dans les stratégies d'enracinement des dirigeants 147
Tableau 7 : Analyse des stratégies d'enracinement en termes de dépendance 151
Tableau 8 : Les différentes phases de la stratégie d'enracinement des dirigeants 177
Tableau 9 :Présentation des choix des dirigeants en fin de carrière 184
Tableau 10 : Statistiques sur les mandats et les dirigeants 200
Tableau 11 : Influence du nombre de mandats d'administrateur et de l'expérience des dirigeants sur le cumul des mandats de Pdg 201
Tableau 12 : Influence de l'enracinement sur la durée des mandats des dirigeants 203
Tableau 13 : Influence de l'enracinement des dirigeants sur la rotation des administrateurs 206
Tableau 14 : Influence de l'enracinement des dirigeants sur la composition du conseil d'administration 207
Tableau 15 : Influence de la composition du conseil d'administration sur le cumul des mandats d'administrateur par les dirigeants 210
Tableau 16 : Influence de la composition du conseil d'administration sur le cumul des mandats de Pdg par les dirigeants 211
Tableau 17 : Influence de la concentration du capital sur le cumul des mandats d'administrateurs par les dirigeants 216
Tableau 18 : Influence de la concentration du capital sur le cumul des mandats de Pdg par les dirigeants 218
Tableau 19 : Influence de la concentration de l'actionnariat sur le turnover des dirigeants 219
Tableau 20 : Influence de la concentration de l'actionnariat sur la durée de mandat de Pdg des dirigeants 220
Tableau 21 : Influence de la nature des actionnaires sur le cumul des mandats d'administrateur par les dirigeants 223
Tableau 22 : Influence de la nature des actionnaires sur le cumul des mandats de Pdg par les dirigeants 223
Tableau 23 : Influence de la nature des actionnaires sur le turn-over des dirigeants 224
Tableau 24: Synthèse des résultats sur l'influence de la concentration et de la nature du capital sur l'enracinement des dirigeants 225
Tableau 25 : Données de la Banque de France sur les mandats des dirigeants 229
Tableau 26 : Caractéristiques des données sur les dirigeants 230
Tableau 27 : Données sur les acquisitions (Source : Fusions et Acquisitions) 231
Tableau 28 : Nombre d'opérations d'acquisition prises en compte dans l'échantillon total 232
Tableau 29 : Caractéristiques des données sur les acquisitions (échantillon total) 232
Tableau 30 : Influence des opérations de croissance externe sur la probabilité d'obtenir de nouveaux mandats de

Pdg au cours de la période (1991-1993) par les dirigeants 236
Tableau 31 : Qualité de la prévision 236
Tableau 32 : Influence des opérations de croissance externe sur la probabilité d'obtenir de nouveaux mandats d'administrateur au cours de la période (1991-1993) par les dirigeants 238
Tableau 33 : Qualité de la prévision 238
Tableau 34 : Influence de l'enracinement sur le nombre d'OPA réalisées 243
Tableau 35 : Influence de l'enracinement sur le nombre d'OPE réalisées 243
Tableau 36 : Influence de l'enracinement sur le nombre de prises de participation réalisées 244
Tableau 37 : Influence de l'enracinement sur le nombre de prises de contrôle réalisées 244
Tableau 38 : Influence de l'enracinement sur le nombre de renforcement de contrôle réalisés 244
Tableau 39 : Influence de l'enracinement sur le nombre de Joint-ventures réalisées 244
Tableau 40 : Influence de l'enracinement sur le nombre d'acquisitions d'activité réalisées 246
Tableau 41 : Synthèse des résultats sur l'influence de l'enracinement sur le 246
Tableau 42 : Incidence de l'enracinement sur le pourcentage de fusions réalisées par les dirigeants249
Tableau 43 : Incidence de l'enracinement sur le pourcentage d'OPA réalisées par les dirigeants 250
Tableau 44 : Incidence de l'enracinement sur le pourcentage d'OPE réalisées par les dirigeants 251
Tableau 45 : Incidence de l'enracinement sur le pourcentage de prises de contrôle réalisées par les dirigeants 252
Tableau 46 : Incidence de l'enracinement sur le pourcentage de prises de participation réalisées par les dirigeants 253
Tableau 47 : Incidence de l'enracinement sur le pourcentage des opérations renforcement de contrôle réalisées par les dirigeants 254
Tableau 48 : Incidence de l'enracinement sur le pourcentage des opérations de joint-venture réalisées par les dirigeants 255
Tableau 49 : Synthèse des résultats sur l'influence de l'enracinement sur la répartition des opérations de croissance externe 255
Tableau 50 : influence de la variation de CA et du risque sur le cumul des mandats de Pdg par les dirigeants 260
Tableau 51 : Influence de la performance de la firme sur les gains de mandats de Pdg. 262
Tableau 52 : influence du cumul des mandats sur le risque moyen de la firme 264
Tableau 53 : Influence de l'enracinement sur le risque de l'entreprise 266
Tableau 54 : Influence du cumul des mandats sur la performance moyenne ajustée au risque sur la période 1991-1993 268
Tableau 55 : Influence de l'âge , de la durée du mandat et du dépassement de l'âge de la retraite sur la performance moyenne ajustée au risque 271
Tableau 56 : Synthèse des résultats des interactions entre l'enracinement et la performance de l'entreprise 272