



HAL
open science

Analyse des fusions acquisitions : activisme des investisseurs institutionnels et pouvoir managérial

Aymen Habib

► **To cite this version:**

Aymen Habib. Analyse des fusions acquisitions : activisme des investisseurs institutionnels et pouvoir managérial. Gestion et management. Université de Bordeaux, 2015. Français. NNT : 2015BORD0122 . tel-01599240

HAL Id: tel-01599240

<https://theses.hal.science/tel-01599240>

Submitted on 2 Oct 2017

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Aymen HABIB

**ANALYSE DES FUSIONS ACQUISITIONS :
ACTIVISME DES INVESTISSEURS
INSTITUTIONNELS ET POUVOIR MANAGERIAL**

Thèse dirigée par Monsieur **Gérard HIRIGOYEN**

Professeur des Universités

Soutenue publiquement le 23/09/2015

MEMBRES DU JURY :

M. Thierry POULAIN-REHM

Professeur des universités, Université de La Rochelle

Rapporteur,

Mme. Isabelle MARTINEZ

Professeur des universités, Université de Toulouse - Paul Sabatier,

Rapporteur,

M. Gérard HIRIGOYEN

Professeur des universités, Université de Bordeaux,

Directeur de thèse,

Mme. Joanne HAMET

Professeur des universités, Université de Bordeaux,

Suffragante.

*A ceux qui n'ont jamais porté d'aussi suprême espérance
que celle de ma réussite*

*A ceux qui m'ont toujours comblé de leur amour et
entouré de leur affection*

*A ceux qui m'ont aidé à dépasser et à défilier les
difficultés que j'ai pu rencontrer*

A ceux que j'aime le plus au monde

A ma femme Imene

Tu es mon âme-sœur, toujours à mes côtés, ton affection, ta générosité et ton soutien me furent très précieux. Aucune dédicace ne saurait t'exprimer l'intensité de mon profond amour, ma reconnaissance et ma gratitude. Que Dieu nous procure joie et bonheur.

A mes parents

Aucune dédicace ne saurait exprimer la profonde affection et l'immense respect que je vous voue. Aucun hommage ne pourrait être à la hauteur de vos sacrifices, de l'amour et de la tendresse dont vous n'avez jamais cessé de faire preuve. Que Dieu vous préserve longue vie et bonne santé afin que je puisse, à mon tour, combler vos espoirs sans jamais vous décevoir.

A toute ma famille et belle-famille

Qu'il me soit permis de vous exprimer toute adoration, mon amour et mon indéfectible attachement. Que dieu vous garde. Veuillez trouver dans ce travail le témoignage de mes sentiments les plus sincères.

« L'université de Bordeaux n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses : ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs ».

REMERCIEMENTS

Même si une thèse est le résultat d'un cheminement personnel, elle ne peut aboutir sans puiser dans les apports multiples d'un grand nombre de personnes. Mes remerciements s'adressent donc à tous ceux qui, directement ou indirectement, m'ont aidé, orienté et soutenu.

Ma profonde gratitude va, en premier lieu, à mon Directeur de thèse, Monsieur le Professeur Gérard HIRIGOYEN, qui m'a prodigué ses instructions et encouragements qui ont été les moteurs de cette recherche. Il a su par son expérience me soutenir et me repousser autant dans la recherche que dans la vie. Espérant être digne de votre confiance, veuillez trouver, dans ce travail, le témoignage de ma profonde gratitude et de ma respectueuse admiration.

Je suis très honoré que les professeurs Thierry POULAIN-REHM, Isabelle MARTINEZ et Joanne HAMET aient accepté d'évaluer ce travail de recherche et de participer au jury de la soutenance de la thèse. Je leur exprime ma profonde gratitude.

Qu'il me soit en outre permis de remercier les enseignants de l'Université de Bordeaux et les chercheurs de l'IRGO qui m'ont fait bénéficier de leurs conseils pertinents et de leurs critiques constructives.

Je tiens également à remercier très sincèrement Monsieur le Professeur Taieb HADHRI qui n'a pas cessé de me soutenir et de me pousser dans la recherche scientifique.

Je saisis cette occasion pour exprimer ma reconnaissance à mon père Mohamed Salah HABIB à qui je dois ce que je suis aujourd'hui et pour ses conseils et son soutien sans limites.

J'exprime ma profonde gratitude pour ma femme Imene ZARROUKI HABIB pour son amour, ses encouragements mais aussi son dévouement, sans lui ce travail de thèse n'aurait pu aboutir.

Ma gratitude va aussi naturellement et amicalement à Aymen AJINA, Majdi KARMANI, Mhamed LAOUITI, Sofiane GHANDRI, Karim GHANDRI, Yosra MEDDEB, Hichem HELLARA, Sana EL MOULDI Housseem BENBELGACEM et Sofiane KHALED pour leur soutien sans faille.

Mes pensées les plus affectueuses vont à ma mère Naïma ALLEGUE, ma grand-mère Habiba, mes deux frères Skander et Walid et toute ma famille pour leur soutien inconditionnel et leur patience.

Je remercie également toutes les personnes qui n'ont pas été citées.

Aymen HABIB

Bordeaux, le 23/ 09/2015

RÉSUMÉ DE LA THÈSE

Résumé

L'objectif de cette recherche est d'analyser deux mécanismes de la gouvernance d'entreprise. L'activisme des investisseurs institutionnels d'un côté et le pouvoir managérial de l'autre sont décryptés dans le but d'étudier leur degré d'influence sur les décisions de fusions acquisitions.

Une analyse empirique est destinée à étudier l'impact de l'activisme institutionnel sur la performance des opérations de croissance externe et le pouvoir managérial des dirigeants à accomplir ces opérations malgré une réaction négative sur le marché financier.

En mettant en exergue le poids des investisseurs institutionnels face aux décisions stratégiques de croissance externe, cette recherche permet de mieux cerner le pouvoir des dirigeants au sein de la gouvernance d'entreprise. En effet, la performance des opérations de fusions acquisitions est l'apanage d'un pouvoir managérial face à une influence institutionnelle.

Mots-clés : Gouvernance d'entreprise, Fusions Acquisitions, Performance, Activisme Institutionnel, Pouvoir managérial

Abstract

The purpose of this research is to analyze two mechanisms of corporate governance. The activism of institutional investors and managerial power are decrypted in order to study their degree of influence on the decisions related to mergers and acquisitions.

An empirical analysis is conducted to examine the impact of institutional activism on the performance of external growth operations and managerial power to accomplish these operations despite a negative reaction from the financial market.

Highlighting the importance of institutional investors with regards to strategic acquisitions' decision, this research provides a better understanding of leaders' powers in corporate governance. Indeed, the performance of mergers and acquisitions is the prerogative of a managerial power with regards of institutional influence.

Key Words: Corporate Governance, Mergers and Acquisitions, Firm Performance, Institutional Activism, Managerial Power

**Institut de Recherche en Gestion des Organisations (IRGO)
Université de BORDEAUX, 35 Avenue Abadie, 33072 Bordeaux, FRANCE**

SOMMAIRE

REMERCIEMENTS.....	5
RÉSUMÉ DE LA THÈSE	8
SOMMAIRE	9
INTRODUCTION GÉNÉRALE	11
1. Actualité	13
2. Originalité.....	15
3. Intérêts de la recherche	18
3.1. Intérêt théorique.....	19
3.2. Intérêt pratique.....	23
4. Objet de la recherche	26
5. Objectifs et problématique de la recherche	27
6. Positionnement épistémologique et démarche méthodologique	31
7. Plan de la thèse	34
PREMIERE PARTIE - Analyse théorique de l'influence institutionnelle et du pouvoir managérial sur la performance des fusions acquisitions.....	36
CHAPITRE 1 - Influence des investisseurs institutionnels sur la performance des opérations de fusions acquisitions	39
Section 1. Les investisseurs institutionnels : un nouvel acteur puissant sur le marché financier	41
Section 2. Les fusions Acquisitions : performance et comportement institutionnel	67
CHAPITRE 2 - Influence du pouvoir managérial sur la performance des fusions acquisitions	88
Section 1. Le rôle du dirigeant au sein de la gouvernance d'entreprise	90
Section 2. Le pouvoir du dirigeant face aux décisions de croissance externe.....	121

DEUXIEME PARTIE - Analyse empirique de l'influence institutionnelle et du pouvoir managérial sur la performance des fusions acquisitions.....	139
CHAPITRE 3 - Démarche méthodologique et mise en œuvre de la recherche empirique	141
Section 1. Formulation des hypothèses et du cadre méthodologique.....	143
Section 2. Présentation du modèle de la recherche	166
CHAPITRE 4 - Présentation et discussion des résultats.....	188
Section 1 : Vérification de l'influence du comportement institutionnel et du pouvoir managérial sur les opérations de fusions acquisitions.....	190
Section 2 : Résultats de l'analyse factorielle confirmatoire	218
CONCLUSION GÉNÉRALE.....	232
BIBLIOGRAPHIE.....	241
ANNEXES.....	267
TABLE DE MATIÈRES	278

INTRODUCTION GÉNÉRALE

**« Pour qu'on ne puisse abuser du pouvoir, il faut que, par la disposition des choses,
le pouvoir arrête le pouvoir » Montesquieu (1748)¹**

Cet aphorisme du 18^{ème} siècle visait sans aucun doute les institutions publiques, pourtant il y a tout de même lieu de penser qu'il doit s'appliquer aujourd'hui à la gouvernance d'entreprise. En effet, l'Etat ainsi que l'entreprise sont deux organisations qui nécessitent une bonne gouvernance basée sur la séparation des pouvoirs.

Par ailleurs, l'irruption du concept anglo-saxon de *Corporate governance* dans la doctrine francophone semble se traduire par une convergence des systèmes de gouvernance d'entreprise. Cette convergence est la conséquence directe des pressions exercées par les investisseurs internationaux (Labelle et Raffournier, 2000).

Toutefois, les néoclassiques estimaient que l'entreprise dispose d'une fonction de production spécifique qui lui permet d'obtenir une certaine quantité de produits. Cette fonction de production a été considérée comme externe à l'entreprise et son organisation interne. La performance de l'entreprise n'est ainsi appréciée qu'à partir du progrès technique qui lui permet d'optimiser les facteurs de production. « Conçue à l'origine comme un instrument d'évaluation financière des entreprises, la démarche fondée sur la création de valeur s'est peu à peu éloignée de cette optique restrictive pour devenir un guide normatif de la gestion des entreprises » (Caby et al., 2013).

Dans l'objectif d'améliorer l'efficacité des firmes, les théories de la gouvernance d'entreprise ont évolué vers des modèles plus complexes faisant intervenir l'ensemble des parties prenantes et accordant une plus grande importance aux dimensions productives/cognitives de la création de valeur (Charreaux, 2005).

¹ Montesquieu (1748) « De l'esprit des lois », dans Œuvres, Montesquieu, éd. Nourse, 1767, t.1, chap. IV, livre XI, p. 206.

Selon Caby et al. (2013), les opérations de fusions acquisitions représentent un champ d'étude par excellence pour une meilleure appréciation de l'efficacité des décisions stratégiques en terme de création ou de destruction de valeur pour l'entreprise.

Ces évolutions relatives à la gouvernance d'entreprise sont diverses et le plus souvent liées au respect des clauses contractuelles, à la valeur de la firme, à la transparence de l'information financière et au capital humain dans la prise de décision. Dans cette perspective, l'activisme institutionnel et le pouvoir managérial ont suscité l'intérêt de plusieurs recherches sans pour autant évoquer leur influence directe sur la performance des décisions de fusions acquisitions. Ainsi, le débat demeure ouvert sur le plan théorique ainsi qu'empirique ; ce débat examine, d'une part, l'influence de l'activisme des investisseurs institutionnels sur les décisions de fusions acquisitions, et d'autre part, l'impact du pouvoir managérial sur la performance des opérations de croissance externe.

1. Actualité

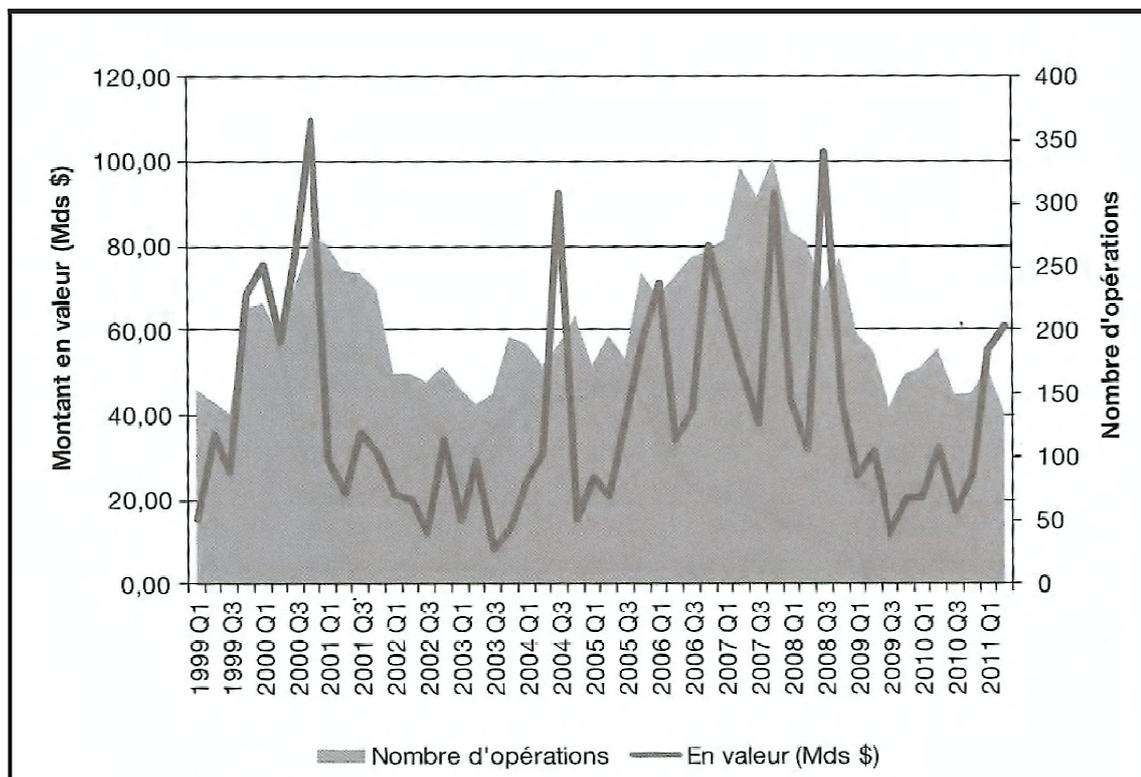
Les opérations de fusions acquisitions constituent une modalité de développement stratégique courante s'inscrivant dans le champ de la croissance externe. Elles sont cependant complexes à mener et parfois choisies pour de mauvaises raisons. Cependant, l'ampleur du phénomène « fusions acquisitions » ne cesse de s'étendre, en France comme dans l'ensemble des pays industrialisés. Depuis 2008, on observe le déclin des opérations de fusions acquisitions qui s'est poursuivi jusqu'au troisième trimestre de l'année 2009. A partir du quatrième trimestre de l'année 2009, une augmentation de près de 50 % est remarquée par rapport au troisième trimestre de la même année ce qui peut être expliqué par la naissance d'une nouvelle vague de fusions acquisitions.

Rien qu'en Europe, le volume des transactions du premier trimestre 2011 est près de deux fois supérieur à celui du premier trimestre 2010, année qui s'est conclue sur un volume total de 335 Mds d'euros malgré que ces volumes soient encore loin du record de 841 Mds d'euros pour l'année 2007 (selon une étude de Bloomberg LP²). De plus, l'année 2013 est marquée par le rebondissement des opérations de fusions acquisitions

² Groupe financier américain spécialisé dans les services aux professionnels des marchés financiers et dans l'information économique et financière.

en France. Le montant total des opérations annoncées a bondi de 43,6 % en douze mois pour atteindre 136 milliards de dollars, selon une étude de Thomson Reuters³.

De même, l'année 2014 est signée par l'acquisition de SFR par Numéricâble pour 17 Mds d'euros et la fusion de Lafarge et Holcim pour 40 Mds d'euros.



Source : Meier et Schier (2012)

Figure 1 : Evolution récente de l'activité des fusions acquisitions en France

Meier et Schier (2012) constatent que l'activité récente du marché des fusions acquisitions en France est relativement corrélée avec celle des marchés mondiaux, notamment en nombre d'opérations. Ils estiment, cependant, que le marché français est plus volatil concernant la valorisation de ces opérations.

En effet, une opération de grande ampleur peut à elle seule modifier les tendances du fait de l'étroitesse du marché français.

³ Les Echos n° 21597 du 03 Janvier 2014, page 18.

En revanche, la plupart des recherches empiriques s'accordent sur le fait que les opérations de fusions acquisitions sont destructrices de valeur pour l'acquéreur. Selon Moeller et al. (2005), ces opérations ont eu, à la fin des années 1990, un grand impact négatif sur la richesse des actionnaires des entreprises acquéreuses.

Nelson (1959) analyse les vagues de fusions acquisitions aux Etats-Unis et stipule que l'ampleur que prend ce phénomène pourrait être occasionnée par l'état des marchés financiers. Il estime que les erreurs d'évaluation des actions faites par le marché, pourraient motiver la diversification des entreprises.

Ainsi la littérature met en évidence le fait que les cibles d'une opération de fusion acquisition connaissent une augmentation significative de leur cours, contrairement aux acquéreurs pour qui, en moyenne, une légère ou aucune rentabilité anormale est observée. D'où la répartition inéquitable des richesses générées par ces opérations de croissance externe entre l'entreprise initiatrice et la cible.

2. Originalité

L'originalité de cette recherche est de s'intéresser aux mécanismes de gouvernance d'entreprise motivant les opérations de fusions acquisitions pour l'acquéreur du côté de l'actionnariat des investisseurs institutionnels qui est imposé au panorama financier des grands groupes français cotés ; et du côté managérial des dirigeants.

Indépendamment de leur pertinence financière et économique, les opérations de fusions acquisitions peuvent générer des intérêts personnels discrétionnaires. La rémunération du dirigeant peut être liée à des objectifs de croissance externe, qui seront plus facilement atteints au moyen des décisions de fusions acquisitions qu'avec une croissance interne plus lente et moins visible (Johnson et al., 2014). En effet, l'envergure des opérations d'acquisition ne manquera pas d'attirer l'attention des médias, ce qui permettra au dirigeant d'accroître significativement sa notoriété.

Dans cette dynamique, les dirigeants qui ont réussi, par le passé, des opérations de fusions acquisitions risquent de se montrer sur-confiants en alternant des décisions de plus en plus risquées. Par ailleurs, l'implication des investisseurs institutionnels au sein

de la gouvernance d'entreprise leur permet d'influencer les orientations stratégiques des firmes dont ils sont actionnaires (Bughin et al., 2011).

Partant de la définition développée par Shleifer et Vishny (2012) « la gouvernance d'entreprise est l'étude des moyens par lesquels les pourvoyeurs des moyens financiers de l'entreprise se garantissent de l'obtention d'un rendement de leur investissement », l'étude du comportement des acteurs s'est longtemps focalisée d'une part, sur la séparation entre la propriété, le contrôle et le capitalisme managérial de Berle et Means (1932) et d'autre part sur l'analyse des structures actionnariales qui mettent en relief des logiques de contrôle patrimonial direct ou indirect (Morin, 1998).

Entre autres, l'actionnariat des investisseurs institutionnels a déjà souligné sa montée prédominante dans l'économie mondiale. Brancato (1997) désigne les investisseurs institutionnels comme étant des investisseurs dont les fonds sont gérés par des managers professionnels à l'intérieur d'une organisation et investis au profit d'un groupe d'individus, d'une autre organisation ou d'un groupe d'organisations. Ces investisseurs peuvent être regroupés en quatre catégories principales : les fonds de pension publics et privés, les compagnies d'investissement, les compagnies d'assurances et les banques. Ainsi, les investisseurs institutionnels sont loin d'être homogènes et leur degré d'influence sur les stratégies managériales dépend de leur degré d'activisme.

Lavigne (2004) admet que les investisseurs institutionnels regroupent les organismes de placement collectif, les fonds de pension, les compagnies d'assurances et les banques. Bianchi et al. (2001) suggèrent que l'activisme des investisseurs institutionnels est l'influence sur la performance des décisions managériales dans le but d'orienter le comportement de l'entreprise ou ses règles de gouvernance. Cet activisme est légitimé par plusieurs facteurs tels que le niveau de participation, l'horizon de placement ou encore la relation que tiennent les institutionnels avec les entreprises, ce qui leur donne un pouvoir de contrôle et des moyens de pression afin de pousser les dirigeants des entreprises à adopter leurs exigences stratégiques au sein de la gouvernance d'entreprise.

Par ailleurs, les investisseurs institutionnels ont tendance à privilégier les entreprises cotées dans la mesure où le marché est plus liquide et l'évaluation du portefeuille plus aisée que pour les entreprises non cotées. Les investisseurs institutionnels aboutissent à l'internationalisation des marchés financiers et acquièrent la première place en tant qu'actionnaires dans de nombreuses entreprises ; ils sont en mesure d'influencer la gestion de ces entreprises d'une manière parfois décisive, même s'ils demeurent pour chacun d'entre eux des actionnaires minoritaires (Jeffers et Plihon, 2001). Au plan de l'analyse des formes de propriété, la détention majoritaire d'actifs par des acteurs ne semble pas être le passage obligé pour le contrôle effectif des entreprises. On passe d'une logique de contrôle du capital des entreprises à une logique d'influence de leurs comportements et de leurs stratégies.

Alchian et Demsetz (1972) soulignent que le dirigeant est chargé de contrôler la performance des autres membres composant l'entreprise, son contrôle est censé être assuré par un certain nombre de mécanismes disciplinaires. Cependant, le dirigeant occupe une part très réduite dans cette discussion, ses objectifs et ses possibilités d'actions ne sont à aucun moment évoqués.

Fama (1980) s'applique exclusivement aux dirigeants des entreprises managériales, au sein desquelles les dirigeants ne détiennent qu'une part non significative du capital, tout en leur procurant une importance similaire à celle des travaux précédents. Leur fonction consiste à surveiller l'ensemble des contrats et à assurer la viabilité de la firme sous l'apanage du conseil d'administration qui est considéré comme un mécanisme formel induit par le marché.

Toutefois, le comportement managérial doit son essor à l'hypothèse d'orgueil (*hubris*) proposée par Roll (1986) et à l'examen particulier des motivations conduisant aux fusions et acquisitions. Roll (1986) avança l'hypothèse d'orgueil, pour apporter une explication des fusions et prises de contrôles, différente de celles proposées jusqu'alors. De nombreux travaux ont porté sur les rendements boursiers générés par ces opérations ou leurs annonces. Roll (1986) remet en cause l'interprétation de ces résultats avancés par Jensen et Ruback (1983), s'inscrivant dans la théorie de l'agence et la mise en lumière du rôle sélectif – donc positif – du marché des prises de contrôle.

Roll (1986) estime qu'un nombre significatif de fusions acquisitions existe du fait que les dirigeants acquéreurs surestiment leurs compétences et surévaluent les synergies et la valeur combinée des firmes en négligeant la « malédiction du gagnant⁴ ».

Dès lors, ce phénomène explique la tendance des dirigeants à surpayer les cibles. Il est ainsi clair que la finance comportementale occupe désormais une place si importante dans la recherche en finance que de nombreux chercheurs n'hésitent plus à remettre en cause l'hypothèse d'efficacité des marchés financiers. Selon Finkelstein (1992) le pouvoir managérial du dirigeant est un élément central dans le choix stratégique de l'entreprise.

Finkelstein et Hambrick (1990) analysent les aspects cognitifs, les valeurs et la personnalité des dirigeants et trouvent que ces facteurs sont liés à des variables démographiques. Ces auteurs postulent que pour étudier les décisions stratégiques de croissance externe, il faudra analyser le pouvoir du dirigeant au sein de la gouvernance d'entreprise.

3. Intérêts de la recherche

Sur la base de la revue de la littérature et l'évolution récente de la gouvernance d'entreprise, un double constat a pu être dégagé : discerner l'hétérogénéité des investisseurs institutionnels et leur comportement d'une part, et dévoiler le pouvoir managérial dans la prise de décision de croissance externe d'autre part.

Ce double constat permet de préciser l'intérêt de cette recherche : au-delà de l'étude de la performance des opérations de fusions acquisitions, l'ambition de ce travail est d'apporter une réponse à l'influence des mécanismes au sein de la gouvernance d'entreprise sur la performance des opérations de fusions acquisitions en se basant sur une approche comportementale. A ce niveau, les contributions de la thèse sont aussi bien théoriques que pratiques et pourraient intéresser les financiers ainsi que les différentes parties prenantes de l'entreprise.

⁴ *winner's curse.*

3.1. Intérêt théorique

La littérature distingue deux grands modèles de gouvernance d'entreprise : le modèle *shareholder* et le modèle *stakeholder* (Franks et Mayer, 1998). Ces deux visions particulières de la gouvernance d'entreprise consacrent, en effet, les différences relatives à la finalité et au contenu des règles édictées dans les pays anglo-saxons d'un côté et dans les pays d'Europe continentale de l'autre. Pour nourrir le débat relatif à l'opposition entre ces deux visions générales, chaque partie s'en est référé à un modèle de gouvernement d'entreprise particulier. Cette distinction se reflète dans les définitions nationales de gouvernance d'entreprise.

Le modèle *shareholder*, élaboré dans une économie où l'actionnariat des sociétés est dispersé, considère que les entreprises cotées doivent être gouvernées selon la norme de la maximisation de la valeur actionnariale. Dans la mesure où le dirigeant tente sans cesse, en orientant la structure de capital, d'augmenter son pouvoir discrétionnaire, le droit des sociétés doit s'assurer que le rôle fondamental des dirigeants est bien la maximisation des intérêts des actionnaires. Cette vision exige une information fiable et adéquate de telle façon que les investisseurs soient capables de fonder leur prise de décision sur celle-ci.

Dans ce système, la surveillance et la discipline du dirigeant se fondent en grande partie sur le marché, c'est un contrôle externe⁵ ; les actionnaires interviennent par leurs achats et ventes de titres ainsi que par la nomination des dirigeants. En ce sens, ce système fonctionne moins par le contrôle que par la sanction. La menace d'une OPA⁶, synonyme de remplacement de l'équipe dirigeante, réunie à des phénomènes de réputation sur le marché du travail des dirigeants doivent permettre d'aligner le comportement de ces derniers sur l'objectif de création de valeur actionnariale.

Le modèle *stakeholder*, diffusé dans les pays d'Europe continentale (à l'exception du Royaume-Uni et du Japon) où l'actionnariat est plus concentré, élargit la relation aux autres acteurs de l'entreprise et non plus seulement aux dirigeants et aux actionnaires. Il s'agit des salariés, des clients, des fournisseurs, des créanciers et de l'ensemble de la

⁵ *Outsider system* ou système orienté marché.

⁶ Offre publique d'achat.

collectivité. Ainsi, les ressources humaines surpassent les ressources financières, justifiant une limite à l'influence des actionnaires. A l'opposé du modèle *shareholder*, dans le modèle de type *stakeholder* les marchés financiers sont peu développés.

Ce système va de pair avec un système de contrôle interne⁷ dans lequel les actionnaires exercent une présence plus active auprès des dirigeants. Ces derniers sont protégés de la menace d'OPA hostile par la présence d'actionnaires de référence détenteurs de blocs de contrôle. Dans ce modèle, la création de valeur actionnariale n'est pas l'unique objectif à l'esprit des dirigeants.

La recherche en finance comportementale a pris son essor afin de lutter contre la simplification du comportement de l'individu et l'éviction même du rôle de l'homme dans la prise de décision pour prétendre à des validations empiriques, alors que toute décision d'un individu est un arbitrage au sein même de son comportement qui est un élément essentiel dans la compréhension de la prise de décision.

Bien que l'analyse du comportement est l'apanage principal des disciplines anthropologiques et des sciences humaines, telles que la psychologie et la sociologie, cette étude est d'autant plus considérée dans le domaine de l'économie lorsque les économistes souhaitent comprendre les mécanismes décisionnels des agents et rendre plus réalistes les hypothèses auxiliaires des théories économiques.

Dans cette perspective, deux articles sont particulièrement importants pour prendre connaissance des approches comportementales en gouvernance d'entreprise. L'article de Sheffrin (2001) fixe le cadre de la finance d'entreprise comportementale en distinguant deux origines des « coûts comportementaux ». La première est interne, elle est attribuée aux biais cognitifs et émotionnels des managers. La seconde, externe, est due aux erreurs comportementales des analystes et des investisseurs financiers (Charreaux, 2005). Cette distinction conduit, de façon relativement immédiate, à concevoir la gouvernance comportementale comme un moyen de corriger les biais internes et externes.

⁷ *Insider system* ou système orienté banque.

Tout en s'appuyant sur la distinction proposée par Sheffrin (2001), l'article de Baker et Wurgler (2011) montre l'intérêt d'introduire des hypothèses d'irrationalité, tant pour les managers que pour les investisseurs, pour expliquer les politiques d'investissement, de financement ou de dividendes. Suivant un tel schéma, le cas des fusions et acquisitions fournit un cadre d'analyse particulièrement intéressant dans la mesure où les offres impliquent à la fois une décision d'investissement et de financement.

Les opérations de fusions acquisitions peuvent être définies comme des arrangements à caractère stratégique engagés entre deux ou plusieurs entreprises indépendantes qui choisissent de partager leurs ressources dans le but d'atteindre des objectifs communs. Dans le cas d'une fusion, les agents réunissent leur patrimoine au profit d'une nouvelle société ; dans celui d'une acquisition, une entreprise prend le contrôle majoritaire d'une autre entité et l'intègre en son camp. Les opérations de fusions acquisitions peuvent soit associer des entreprises concurrentes, soit des entreprises reliées verticalement dans le processus de production, soit des entreprises appartenant à des champs concurrentiels différents.

Crete et Rousseau (1996) postulent que « l'activisme est une doctrine ou une pratique qui met l'accent sur une action directe et vigoureuse, plus particulièrement pour exprimer son appui ou son avis à l'égard d'une question controversée ». L'activisme est ainsi défini très largement, il englobe toute expression d'opinion de la part d'un acteur quelconque vers une cible quelconque. Le point essentiel de cette définition est l'expression active d'une opinion.

Selon Baron (2004), le terme activiste se réfère à un joueur qui cherche à changer les pratiques de la firme. Hervé (2001) définit « l'activisme au sens large comme la manifestation de la part d'un investisseur de son mécontentement quant à la stratégie ou à la performance d'une firme dont il est actionnaire ». Caby (2003) estime que les relations des investisseurs institutionnels avec les entreprises peuvent prendre deux formes principales : négociée ou conflictuelle. La forme négociée passe par des négociations informelles destinées à faire évoluer la gouvernance d'entreprise concernée. La forme conflictuelle consiste à proposer des résolutions aux assemblées générales d'actionnaires généralement lorsque les négociations ont auparavant échoué.

Smith (1976), quant à lui, suggère que « l'activisme des actionnaires, c'est le contrôle et la tentative d'amener des changements dans la structure de contrôle organisationnel des firmes perçues comme ne poursuivant pas l'objectif de maximisation de la valeur actionnariale ».

Plusieurs auteurs considèrent d'ailleurs l'activisme comme un nouveau modèle de gouvernance d'entreprise permettant une surveillance flexible et se substituant aux marchés des prises de contrôle (Smith, 1976 ; Wahal, 1996 ; Karpoff et al., 1996 ; Girard, 2004).

De surcroît, la finance comportementale ancrée dans la finance de marché et s'intéressant prioritairement aux comportements des investisseurs individuels, repose sur des travaux expérimentaux entrepris en psychologie et en sociologie. Les dirigeants sont aussi des investisseurs. Il n'est donc pas illégitime de transposer les biais identifiés en finance comportementale à l'étude du comportement des dirigeants confrontés à des choix d'investissement et de financement (Goriatchev, 2006). L'investissement est la principale problématique traitée par l'approche fondée sur l'optimisme des dirigeants en établissant deux prédictions :

✓ Les dirigeants optimistes et excessivement confiants croient que le marché sous-évalue leurs firmes et peuvent rejeter des investissements à VAN positive devant être financés par des ressources externes. Cette prédiction formule donc la même conclusion que les théories fondées sur l'asymétrie d'information, c'est-à-dire le sous-investissement des firmes lorsque la théorie dont elles disposent et leurs capacités d'endettement sont insuffisantes.

✓ Les dirigeants optimistes et excessivement confiants surévaluent leurs projets d'investissement et peuvent investir dans des projets qu'ils croient rentables mais dont la VAN est négative. Par conséquent, l'optimisme des dirigeants aboutit au même résultat que celui mis en lumière par les théories fondées sur la relation d'agence entre les dirigeants et les actionnaires : les dirigeants ont tendance à utiliser le *free cash-flow* et la capacité d'endettement pour surinvestir.

Etudier ainsi, l'influence des investisseurs institutionnels et le pouvoir des dirigeants dans le cadre des stratégies de fusions acquisitions au sein de la gouvernance d'entreprise est important pour au moins deux raisons. D'un côté, les fusions acquisitions sont des opérations puissantes tant sur le plan capitalistique que sur le plan opérationnel. D'un autre, cette décision peut être l'objet de conflits d'intérêts entre les parties prenantes et être influencée par l'activisme des investisseurs institutionnels et/ou par le pouvoir managérial.

Une recherche en sciences de gestion, en plus de son intérêt théorique, doit aussi défendre un intérêt pratique en termes d'apports pour le marché financier par rapport aux recherches antérieures faites dans le domaine.

3.2. Intérêt pratique

D'un point de vue pratique, la recherche de Morin et Rigamonti (2002) fait apparaître qu'en France les investisseurs institutionnels détiennent la plus grande proportion de capital sur le marché financier. L'institutionnalisation de plus en plus accrue des structures d'actionnariat est un fait indubitable. Elle suppose pour ces investisseurs la possibilité d'exercer une influence notable sur les décisions prises par les dirigeants.

Au cours des deux dernières décennies, les investisseurs institutionnels, traditionnellement passifs, sont devenus des acteurs importants de l'activisme. Avec leur arrivée, de nouvelles formes d'intervention ont émergé et l'activisme est devenu un phénomène plus visible en raison de leurs efforts pour maximiser le rendement de leurs titres ou pour promouvoir des objectifs de nature économique, politique ou sociale. Caby (2003) ; Jeffers et Plihon (2001) ; Carleton et al. (2002) joignent l'arrivée des investisseurs institutionnels dans le clan des activistes à l'augmentation de leur taille. En effet, leurs avoirs dépassent le PIB de l'Europe des quinze, du Japon et des Etats Unis. En 1998, les investisseurs institutionnels du monde géraient plus de 30000 milliards de dollars. Dont près de 60 % pour les USA et 5,5 % pour la France. Leurs actifs ont augmenté de + 124 % entre 1990 et 1998. Aux Etats-Unis, leurs actifs totaux représentaient en 1998 218,8 % du PIB et en France 115,7 %.

« L'investisseur actif » est notamment défendu par Jensen (1993). Les investisseurs institutionnels ne sélectionnent pas nécessairement les entreprises qui font de grandes démonstrations d'innovations, mais les influenceraient pour développer leur innovation. Dans un tel scénario, les institutionnels peuvent être motivés à utiliser leurs « voix » pour influencer les décisions des dirigeants dans le sens d'une augmentation de la valeur de la firme. Ainsi, les investisseurs institutionnels sont étroitement impliqués dans la surveillance du comportement managérial au sein de la gouvernance d'entreprise.

Ben-David et al. (2007) ont mené une étude reposant sur un questionnaire adressé chaque trimestre entre 2001 et 2006 aux *Chief Financial Officers* (CFO). Les indicateurs utilisés par ces auteurs pour mesurer l'excès de confiance des dirigeants sont basés sur deux questions. La première porte sur la variation estimée par les CFO du cours moyen de l'indice SP500 au cours de l'année prochaine. La seconde est similaire et porte sur le rendement moyen annuel des dix prochaines années. Dans la mesure où chaque répondant fournit un intervalle de confiance de 80%, l'excès de confiance des dirigeants est mesuré par la taille des fourchettes données ; l'étude confirme les travaux de Malmendier et Tate (2005) en montrant que les dirigeants les plus confiants investissent davantage et que leurs niveaux d'investissement sont plus sensibles aux cash-flows.

Robinson (2009) tente d'expliquer l'acquisition de Paramount Pictures par Viacom en 1994. Cette acquisition s'est effectuée au terme d'une enchère ponctuée d'offres concurrentes émises par Viacom et la compagnie QVC. Leur méthode consiste à observer les réactions du marché à l'annonce d'une offre concurrente pour en déduire la juste valeur de la cible. Suite à l'annonce d'une offre de surenchère, l'augmentation du cours des actions d'une firme ayant fait la première offre signifie que cette dernière était excessive puisque l'arrivée d'un nouvel offreur réduit la probabilité qu'elle soit acceptée. Dès lors, la variation de la valeur de marché de l'entreprise fournit l'indicateur mesurant la prime d'acquisition pouvant être imputée à l'optimisme du dirigeant.

D'après Amihud et Lev (1981), la détention d'une faible part du capital par le dirigeant permettra d'aligner l'intérêt de celui-ci avec celui des actionnaires vu que le contrôle exercé par ces derniers sera plus influent et plus efficace. En outre, ce contrôle permettra de privilégier le recentrage des activités qui amène à améliorer la performance

financière de l'entreprise plutôt qu'une stratégie de fusion acquisition coûteuse. Ainsi, la détention d'une faible proportion du capital par le dirigeant l'obligera à adopter un comportement qui vise essentiellement la protection de son capital humain plutôt que son capital financier (Amihud et Lev, 1999). Si le contrôle qu'il subit est efficace, il renoncera à une diversification⁸ non rentable et préférera le recentrage⁹, sinon, il mettra en œuvre la stratégie qui lui permettra de s'enraciner, en l'occurrence, une diversification dans les domaines où il détient un avantage comparatif important.

Malmendier et Tate (2005) utilisent un échantillon de 477 firmes américaines pour étudier l'influence qu'exerce sur les fusions et acquisitions l'excès de confiance des dirigeants, mesuré par les mêmes indicateurs, c'est-à-dire la conservation de leurs stocks options in-the-money ou jusqu'à leur expiration. Ils analysent en outre des portraits des dirigeants concernés dressés par la presse financière en identifiant et en dénombrant les mots clés liés à l'optimisme et à la confiance. Leur étude fait apparaître une corrélation positive entre le degré d'optimisme des dirigeants et le nombre de fusions et acquisitions qu'ils ont initiées.

Doukas et Petmezas (2007) imputent l'excès de confiance des dirigeants en leurs capacités à générer des synergies au travers des fusions acquisitions au biais d'auto-attribution. Leur étude porte sur 5334 acquisitions réussies initiées par des sociétés britanniques entre 1980 et 2004. Les deux auteurs repèrent des périodes de trois années au cours desquelles une firme a réalisé au moins cinq acquisitions. La réaction du marché à l'annonce de chaque acquisition à l'intérieur de cette période est observée.

Les rendements anormaux cumulés des firmes acquéreuses sur une période de cinq jours autour de la date d'annonce de l'acquisition sont respectivement de 1,72 %, 0,79%, 0,69 %, 0,63 %, 0,49 % pour la première, la seconde, la troisième, la quatrième et la cinquième acquisition. Les rendements anormaux s'avèrent positifs et décroissants d'un écart de 1,23 % entre la première et la cinquième acquisition significatif au seuil de 1 %.

⁸ Les chercheurs sont unanimes à définir la diversification comme un élargissement de l'activité d'une société, dans des domaines étroitement reliés à un secteur général d'activités ou dans des domaines qui représentent de nouvelles orientations pour une entreprise.

⁹ Une stratégie de recentrage consiste pour une entreprise, après une opération de diversification, à revenir à son métier d'origine.

De ce fait, les deux auteurs concluent que les dirigeants réalisent des acquisitions à cause de l'excès de confiance généré par l'auto-attribution des rendements positifs associés à leur première acquisition.

Roy (1989) suggère de son côté, qu'il n'y a aucune hypothèse qui est plausible et générale et qui se montre prometteuse d'expliquer les mouvements courants des fusions acquisitions. La littérature sur les causes et les effets des fusions acquisitions est ainsi vaste. Des théories existantes, qui peuvent être subdivisées en néoclassiques, expliquent les vagues des fusions acquisitions en terme des faits technologiques, économiques et comportementaux et sont basées sur la sous-évaluation du marché financier.

4. Objet de la recherche

L'objet de la recherche est la question centrale ou la problématique à laquelle s'efforce le chercheur de répondre. Allard-Poesi et Maréchal (1999) définissent l'objet de la recherche comme étant « l'approche ou la perspective théorique qu'on décide d'adopter pour traiter le problème posé par la question de départ. Elle est une manière d'interroger les phénomènes étudiés. Elle constitue une étape charnière entre la rupture et la construction. Pratiquement, construire sa problématique revient à formuler les principaux repères théoriques de sa recherche, ainsi que ses orientations et choix pour traiter l'objet en question ». A travers cet objet, le chercheur s'interroge donc sur les aspects de la réalité qu'il est en train de découvrir, qu'il tente de développer ou qu'il est en train de construire. Cette réalité doit mobiliser les objets théoriques, empiriques ou méthodologiques afin de satisfaire ses objectifs.

L'ensemble des travaux de cette thèse est effectué sur le marché des entreprises françaises cotées. Ce choix se justifie par la spécificité du pouvoir des dirigeants ainsi que les mécanismes de contrôle exercés par les investisseurs institutionnels au sein de la gouvernance d'entreprise. L'objet de cette recherche est le décryptage du comportement et l'impact de ces deux acteurs de la gouvernance sur la performance des opérations de fusions acquisitions des entreprises acquéreuses.

La prise de décision au sein de la gouvernance d'entreprise est le résultat d'une démarche collégiale validée aussi bien par le comité exécutif et le conseil d'administration et/ou de surveillance. Cependant, la responsabilité de la performance des décisions de croissance externe est dans la plupart des cas, à tort ou à raison, imputable au dirigeant.

De ce fait, cette recherche ne vise pas de réduire les décisions stratégiques à une unique personne et son pouvoir mais plutôt d'étudier le contrepoids de ce pouvoir managérial qui réside dans l'influence potentielle des investisseurs institutionnels qui eux-mêmes représentent un groupe hétérogène et se caractérisent par des degrés d'activisme différents.

Caby et al. (2013) admettent que « les investisseurs institutionnels ont largement contribué au développement de la gouvernance d'entreprise car celle-ci permet de s'assurer d'une meilleure efficacité des dirigeants des entreprises dans lesquelles ils ont investi ». Ponsard (2001) suggère que malgré une participation individuelle ne dépassant pas les 2 % du capital des firmes cotées sur le marché français, les investisseurs institutionnels détiennent un pouvoir d'influence important au sein de la gouvernance d'entreprise.

Ainsi, l'étude des décisions de fusions acquisitions s'avère dépendante à la fois d'un activisme des investisseurs institutionnels et d'un pouvoir managérial. A cet effet, le point de départ de cette recherche est de cerner les mécanismes de gouvernance d'entreprise influençant la performance des décisions de croissance externe sur le marché français.

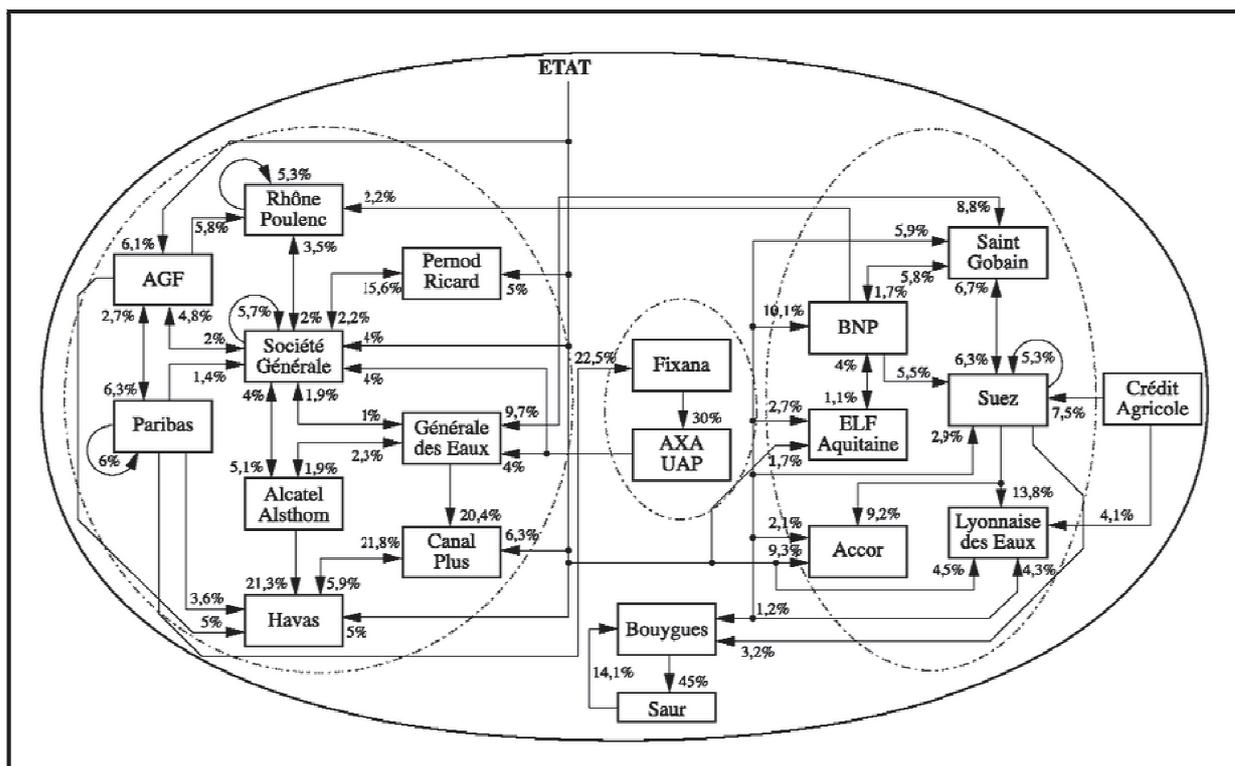
5. Objectifs et problématique de la recherche

L'objectif principal de cette thèse est d'étudier les mécanismes influençant la performance des opérations de fusions acquisitions sur le marché français en analysant d'une part, l'impact de l'activisme des investisseurs institutionnels à travers la gouvernance d'entreprise sur ces opérations et d'autre part, d'analyser le pouvoir des dirigeants des entreprises françaises cotées et son influence sur la performance de ces décisions malgré une réaction négative des investisseurs sur le marché suite à l'annonce

de ces opérations. Plus spécifiquement, on se propose de mettre en évidence le rapport existant entre l'activisme des investisseurs institutionnels et le pouvoir managérial face aux décisions de fusions acquisitions opérées sur le marché français.

Pour cette recherche, il est difficile de traiter du renforcement du contrôle externe sur le management sans aborder la question ayant profondément bouleversé le paysage stratégique de nombreuses entreprises au cours de ces dernières années : la montée en puissance des investisseurs institutionnels. Ces derniers sont devenus les acteurs prépondérants dans l'économie mondiale (Mottis et Ponsard, 2002).

Morin et Rigamonti (2002) postulent que jusqu'en 1996, l'organisation capitaliste des grands groupes français avait été largement dominée par un système de participations circulaires entre sociétés mères et dont la figure d'ensemble avait pu être modélisée symboliquement sous la forme du « cœur financier ». Depuis, la structure d'actionnariat des grands groupes français a connu de profonds bouleversements : dépérissement des participations croisées entre groupes et affirmation de la présence des investisseurs institutionnels dans leur capital. De nouvelles logiques de comportement des entreprises ont alors émergé.



Source : Morin et Rigamonti (2002)

Figure 2 : Le cœur financier français en 1996

L'étude du comportement managérial au sein de la gouvernance d'entreprise trouve ses racines dans les travaux de Berle et Means (1932) sur la séparation entre la propriété et le contrôle. Baumol (1959) et Marris (1964) suggèrent que les dirigeants ont tendance à maximiser leurs propres utilités sous certaines contraintes de rentabilité pour les actionnaires. Meier et Schier (2012) soulignent que les dirigeants auraient tendance à rechercher la croissance et à accroître la taille de l'entreprise et non à optimiser sa rentabilité.

Toutefois, le cas des fusions acquisitions n'échappe pas aux distorsions introduites par l'optimisme et l'excès de confiance des dirigeants. Jensen (1994), de façon à mieux prendre en compte le comportement apparemment irrationnel des individus, considère que les biais comportementaux constituent une source supplémentaire de coûts d'agence, « les coûts d'agence avec soi-même », associés aux problèmes de contrôle de soi.

Baker et Wurgler (2011) identifient deux approches, l'une d'origine externe et considère les décisions managériales comme des réponses adaptées aux surévaluations et sous-évaluations des firmes par le marché. La seconde d'origine interne et considère que les dirigeants affichent des biais comportementaux qui affectent leurs décisions.

D'après ce qui précède, nous nous sommes posé la question suivante à laquelle nous tenterons de répondre dans le cadre de cette recherche. Wacheux (1996) postule que toute problématique est précisée par une question centrale et des questions annexes. La question centrale à laquelle nous apporterons des éléments de réponse est la suivante :

En tant que mécanismes de gouvernance d'entreprise, les investisseurs institutionnels et les dirigeants influencent-ils la performance des opérations de fusions acquisitions ?

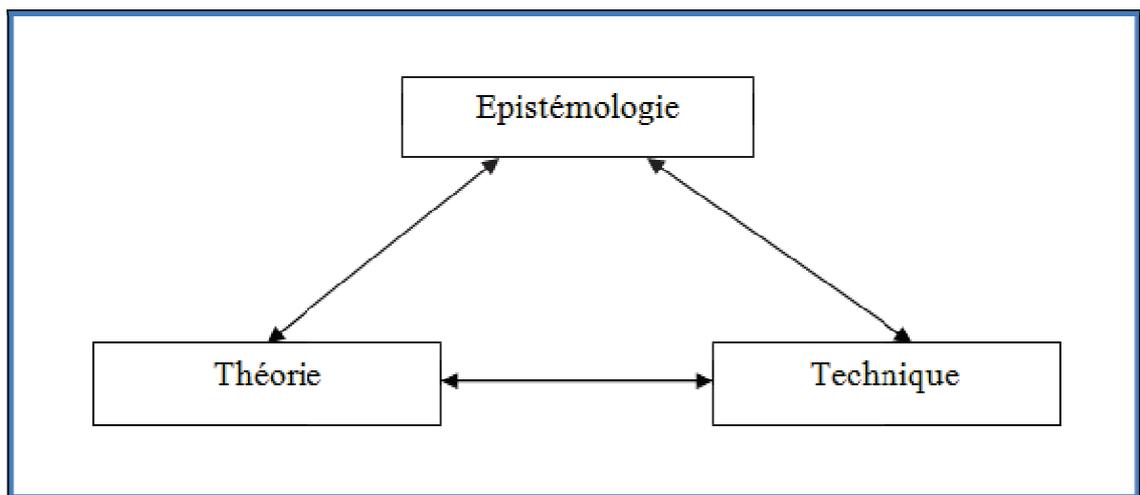
Notre objectif majeur étant d'analyser les mécanismes de gouvernance d'entreprise qui expliqueraient au mieux la performance des opérations de fusions acquisitions. En effet, la mesure de la performance des opérations de fusions acquisitions est une donnée indispensable puisqu'elle reflète le degré de réussite de ces opérations de croissance externe.

Cela amène à se poser un certain nombre de questions : Qu'est-ce que la performance des opérations de fusions acquisitions et comment la mesurer ? Les opérations de croissance externe sont-elles performantes pour l'acquéreur ? Les investisseurs institutionnels sont-ils en mesure d'influencer la performance des entreprises aboutissant à une croissance externe ? Quel sera le degré d'influence du pouvoir managérial dans les décisions de fusions acquisitions face à une éventuelle influence des investisseurs institutionnels ?

C'est dans le cadre de cette problématique que se situe cette recherche. Elle tente d'apporter des réponses qui correspondent aux questionnements de synthèse précédents. En ce sens, les idées développées dans le cadre de la problématique de recherche doivent être vérifiées quant à leur statut scientifique. Cela s'effectue suivant l'identification du positionnement épistémologique de la recherche et de la méthodologie adoptée.

6. Positionnement épistémologique et démarche méthodologique

Le positionnement épistémologique adopté est la source de la méthodologie de recherche adoptée. Selon Saumier (2005), l'épistémologie est une discipline philosophique qui vise à critiquer et à valider l'ensemble de la démarche de la science. L'acceptation de l'existence d'une réalité en dehors du sujet de recherche suppose la possibilité de formuler des théories et de les tester. Kouao (2011) estime qu'en s'interrogeant sur leurs vérifiabilités, adéquations et intelligibilités avec la nature de la connaissance scientifique on peut vérifier la légitimité des énoncés. Plus généralement, Wacheux (1996) propose un cadre de référence tripartite sur lequel se fonde une recherche scientifique. « Le cadre de référence a pour objectif de provoquer une réflexion sur les conditions de la production de connaissances et les moyens d'y parvenir. Une recherche sur l'entreprise est scientifique si elle s'appuie et discute ces trois pôles indissociables ».



Source : Wacheux (1996) (adapté de De Bruyne et al. 1974)

Figure 3 : Cadre tripartite d'une recherche scientifique

Avant d'aborder le développement de l'aspect théorique et de l'aspect technique, il est donc nécessaire de préciser la position épistémologique de cette recherche.

6.1. Positionnement épistémologique

Les études en sciences de gestion s'inscrivent dans deux traditions majeures. Le positivisme et le constructivisme coexistent pour décrire d'une manière différente les modes de production de la connaissance, les fondements de celle-ci et la dynamique de sa production.

Dans l'étude de l'influence des mécanismes de gouvernance d'entreprise sur la performance des opérations de fusions acquisitions, il est difficile de prétendre à une indépendance absolue entre ces deux objets d'étude. Dès lors, il est intéressant de partir des théories qui expliquent la réalité puisque le but de la science étant de découvrir cette dernière. Pour ce faire, il faudra d'abord puiser dans les théories pour expliquer les enchaînements et faits dans la réalité pour ensuite les tester en les confrontant à la réalité. Partant de cette logique, la démarche de cette recherche s'inscrit dans une posture hypothético-déductive.

Selon Wacheux (1996), le positivisme justifie la construction d'un système hypothético-déductif avant de le confronter à des situations empiriques supposées représentatives. Ceci dit que cette recherche mobilisera des outils relevant de l'approche quantitative permettant de mesurer le phénomène étudié de manière globale et d'introduire un début de généralisation des résultats.

6.2. Démarche méthodologique

La méthodologie de cette recherche est étroitement liée à la problématique formulée précédemment. Le choix épistémologique adopté guide cette recherche dans la mise à l'épreuve des objets théoriques par l'évaluation de la pertinence des hypothèses. Toutes ces étapes cadrent le design de recherche et imposent au chercheur de fixer la démarche méthodologique.

De manière classique, les théories de base des fusions acquisitions ont postulé que la recherche de deux types de synergies explique une stratégie de diversification : les synergies d'exploitation et les synergies financières. Les économistes tels que Penrose (1952) et Marris (1964) ont appuyé que les entreprises se diversifiaient pour croître ou

se développer. D'après Williamson (1987), la diversification est un moyen d'étendre les limites d'une entreprise pour régler des problèmes de coordination qui existent sur certains marchés et qui amènent certaines entreprises à remplacer les transactions indépendantes par des mécanismes internes d'allocation. En adoptant une vision contractuelle de l'entreprise, l'explication de la stratégie des fusions acquisitions passe par l'étude des relations entre les acteurs de la firme.

En effet, l'image et la représentation de la stratégie de diversification seront considérablement enrichies si, au lieu de rester aux frontières de « l'entreprise boîte noire », les comportements et les intérêts parfois conflictuels des acteurs de la sphère financière de l'entreprise (actionnaires, dirigeants, créanciers, administrateurs...) sont intégrés dans l'analyse (Jensen et Meckling, 1976 et Fama, 1980). Selon la théorie de l'agence, la décision de diversification des activités de la firme est une source de conflits d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires (Charreaux, 1997).

La modélisation des mécanismes de gouvernance d'entreprise est son influence sur la performance des opérations de fusions acquisitions est étudiée, en premier lieu, à partir d'une régression linéaire de deux modèles économétriques mis en place suite à une étude d'évènement et, en deuxième lieu, à partir d'une analyse factorielle confirmatoire. L'utilité de cette démarche est, d'une part, d'examiner l'activisme ainsi que le pouvoir managérial face aux décisions de croissance externe. D'autre part, les deux méthodes permettent de mieux cerner les liens existant entre le comportement institutionnel, le pouvoir des dirigeants et la performance des opérations de fusions acquisitions au sein de la gouvernance d'entreprise.

L'approche qu'on essayera d'adopter tout au long de cette recherche se veut plus réaliste, mais aussi plus généraliste. Ainsi, notre étude se focalise sur les mécanismes de gouvernance d'entreprise et leur influence sur les décisions de croissance externe tout en considérant, dans le cadre d'un même spectre empirique, un ensemble de déterminants susceptibles d'expliquer les fiascos de la performance attendue des opérations de fusions acquisitions sur le marché français. En effet, en plus du débat traditionnel sur les stratégies décisionnelles et leurs influences sur la performance au sein de la gouvernance d'entreprise, cette recherche met en exergue une approche comportementale qui est apte d'éclaircir les défaillances de la performance des

décisions de croissance externe et pourrait ainsi améliorer le niveau général de la gouvernance d'entreprise sur le marché français.

En définitive, ce travail adopte une posture épistémologique positive et est basé sur un échantillon composé de 66 entreprises acquéreuses françaises cotées à la bourse de Paris ayant achevé des décisions de prise de contrôle au travers des opérations de fusions acquisitions sur une période d'étude allant du 01/01/2002 au 31/12/2011.

7. Plan de la thèse

Rouveyrans (1999) suggère que le plan d'une thèse doit satisfaire à des exigences contradictoires, partagées entre une fonction heuristique, une fonction de communication et une fonction d'argumentation. Il doit éclaircir et présenter efficacement les idées et les propositions à réfuter. La problématique fixée guide le choix du plan retenu. Ainsi, cette recherche est articulée autour de deux parties principales.

La première partie développe le cadre conceptuel et contextuel de la thèse. Elle s'efforce de définir les prémisses théoriques existantes entre les mécanismes de gouvernance d'entreprise et la performance des opérations de fusions acquisitions. Il s'agit d'y mener une réflexion théorique visant à analyser le comportement des investisseurs institutionnels et le pouvoir managérial face aux décisions de croissance externe.

La deuxième partie de la thèse traite la mise en place du cadre méthodologique et la restitution des résultats empiriques. Elle sert à tester un ensemble de propositions théoriques issues de la partie précédente pour évaluer l'influence des mécanismes de la gouvernance d'entreprise sur la performance des opérations de fusions acquisitions menées sur le marché boursier français.

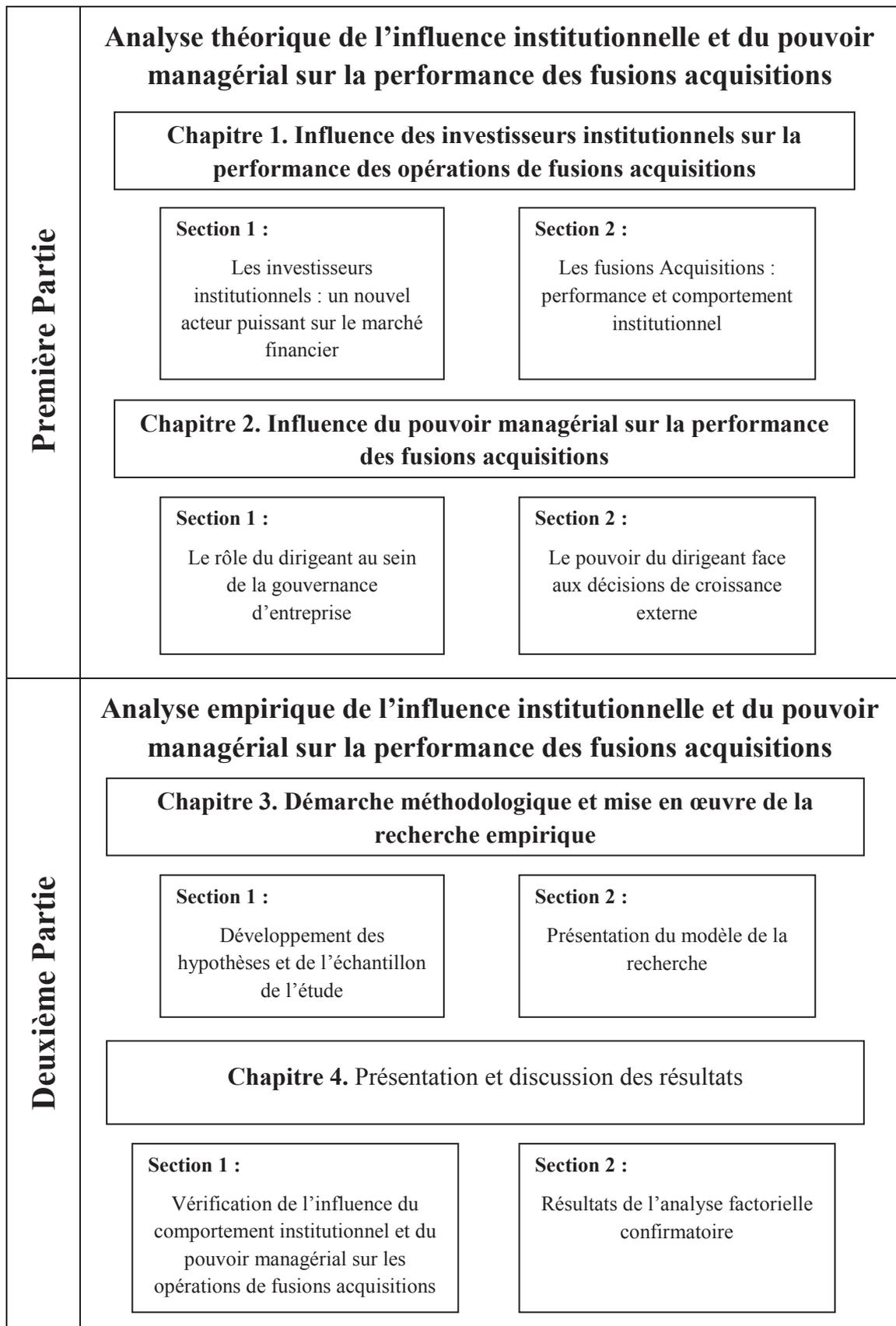


Figure 4 : Articulation de la thèse

PREMIERE PARTIE -
Analyse théorique de l'influence
institutionnelle et du pouvoir
managérial sur la performance des
fusions acquisitions

La séparation des fonctions de propriété et de contrôle au sein de la gouvernance d'entreprise ainsi que son implication sur les décisions stratégiques de croissance externe et sa performance sont au centre des débats de la recherche sur la gouvernance depuis des décennies (Sahut et Gharbi, 2010).

Ces débats étaient marqués par les apports de la théorie de l'agence qui a étudié la structure de propriété et de contrôle afin d'analyser les alternatives de réduire les conflits d'intérêt entre les différentes parties prenantes de l'entreprise (Jensen et Meckling, 1976). L'analyse des aspects de la structure de propriété a permis, ainsi, d'apporter un nouveau regard sur les systèmes de gouvernance d'entreprise et la création de la valeur actionnariale (Sahut et Gharbi, 2010).

L'engouement de cette recherche est d'étudier l'impact d'un type particulier d'investisseurs sur la performance des opérations de croissance externe des entreprises acquéreuses à savoir les investisseurs institutionnels. Suite à la montée en puissance de ces derniers et la croissance de leur participation au capital des entreprises, une large littérature s'est développée afin de décrypter leurs comportements et leurs degrés d'influence sur la gouvernance d'entreprise. Une analyse spécifique selon la typologie de ces institutionnels, longuement considérés comme groupe homogène, s'avère donc d'un apport considérable pour une discussion plus approfondie de leur comportement et son degré d'influence sur les décisions stratégiques de croissance externe.

Par ailleurs, l'historique des entreprises est toujours marqué par des faits qui ont déterminé la réussite ou l'échec de leur conduite et qui sont, pour la plupart du temps, attribués à leurs dirigeants. Du point de vue médiatique, la responsabilité de ces derniers paraît sans équivoque. Andrews (1998) estime que le dirigeant est le *designer* de la stratégie de la firme (l'école du *leadership*).

Hannan et Freeman (1977) soutiennent une idée plutôt déterministe (l'école des contraintes) selon laquelle l'entreprise reste dominée par les contraintes internes et externes. Dans ce cas, la performance est difficilement attribuée au dirigeant en place tant qu'il est difficile de trancher entre les deux théories. Meyer et Rowan (1977) adoptent un troisième courant issu de la théorie néo-institutionnelle et qui se positionne entre les deux points de vue. Ce courant reconnaît que les entreprises subissent des

pressions externes mais admet que le rôle du dirigeant dépasse le simple travail d'administrateur au sein de l'entreprise. Ainsi, selon ce courant, bien que les dirigeants puissent avoir une influence significative sur les résultats de l'entreprise, cette influence n'est pas systématique.

Par conséquent, cette première partie de la recherche est consacrée à l'étude du comportement des investisseurs institutionnels et à l'analyse du pouvoir du dirigeant et leurs influences sur la performance des opérations de fusions acquisitions au sein de la gouvernance d'entreprise.

Le premier chapitre aborde le rôle des investisseurs institutionnels, leur pouvoir de contrôle et leur degré d'influence sur la performance des décisions de croissance externe.

Le deuxième chapitre propose d'examiner le pouvoir du dirigeant et son impact sur la performance des décisions de fusions acquisitions face à l'activisme des investisseurs institutionnels.

**CHAPITRE 1 - Influence des
investisseurs institutionnels sur la
performance des opérations de
fusions acquisitions**

Les opérations de fusions acquisitions présentent un vaste champ de recherche et un point de rencontre de plusieurs disciplines telles que l'économie, le management et la finance. Dans le cadre de la théorie d'agence, Jensen et Meckling (1976) estiment que les coûts d'agence sont dus essentiellement à l'excédent des flux monétaires qui incite les dirigeants à prendre des décisions de croissance externe afin de servir leurs propres intérêts et favoriser leur opportunisme.

Shleifer et Vishny (1986), dans leur étude sur la gouvernance d'entreprise, suggèrent que l'une des manifestations les plus évidentes des conflits d'agences provient de l'annonce des opérations de fusions acquisitions.

Par ailleurs, traditionnellement passifs (Black, 1992 ; Porter, 1992 ; Bushee, 1998), les investisseurs institutionnels commencèrent progressivement à justifier l'influence qu'ils exercent sur les entreprises cotées (Chen et al., 2007). En effet, les investisseurs institutionnels ont le potentiel d'orienter la politique de l'entreprise dont ils investissent (Batsch, 2002), d'où le transit du pouvoir des institutionnels d'un simple système de contrôle externe au travers du marché financier à un mode de contrôle interne et d'influence sur la gouvernance d'entreprise. A cet effet, la performance des entreprises acquéreuses est supposée être influencée par le comportement des investisseurs institutionnels.

Jeffers et Magnier (2001) supposent que les investisseurs institutionnels constituent un des paliers essentiels dans la discipline des dirigeants. La présence des investisseurs institutionnels dans la structure de propriété d'une entreprise a souvent été associée à une amélioration de la performance de cette dernière. Néanmoins, cette influence sur la performance dépend notamment des motivations des investisseurs institutionnels et de la nature de leur comportement.

Afin de mieux comprendre le comportement des investisseurs institutionnels, ce chapitre étudie, dans une première section, la montée d'un nouvel acteur puissant sur le marché financier. La deuxième section traite les principaux facteurs, inspirés de la littérature, qui motivent et conditionnent l'influence institutionnelle sur la performance des opérations de fusions acquisitions.

Section 1. Les investisseurs institutionnels : un nouvel acteur puissant sur le marché financier

Les investisseurs institutionnels représentent les acteurs majeurs du marché financier européen et Français particulièrement et c'est par l'importance de leurs transactions et leurs prises de participation dans le capital des entreprises. Ponsard (2001) estime que la montée en puissance des investisseurs institutionnels a un impact croissant sur la gouvernance d'entreprise, qu'il s'agisse des relations avec le marché financier, des stratégies ou de l'organisation interne des entreprises.

Plihon et Ponsard (2002) confirment l'imposition des investisseurs institutionnels dans le panorama des grandes entreprises françaises cotées depuis deux décennies. Nombreux sont les chercheurs qui se sont interrogés sur l'influence de ces nouveaux actionnaires sur le management des firmes. Des recherches empiriques ont essayé de décrypter l'émergence de ces investisseurs (paragraphe §1), d'évaluer leur poids sur le marché financier (paragraphe §2) et de décrire leur comportement en précisant leurs objectifs et leur influence sur les stratégies des entreprises (paragraphe §3).

§1. La montée des investisseurs institutionnels

Baudru et Kechidi (1998) ont étalé l'existence d'un bouleversement majeur au niveau des structures de propriété. Il ne s'agit pas de l'émergence d'un nouveau modèle de capitalisme mais bien d'une nouvelle forme de contrôle des entreprises par le marché. C'est la montée de nouveaux détenteurs sur le marché qui sont les investisseurs institutionnels (1.1.).

Caby et al. (2013) estiment que les investisseurs institutionnels ont largement contribué au développement de la gouvernance d'entreprise (1.2.) car celle-ci permet de s'assurer d'une meilleure efficacité des dirigeants des firmes dont ils ont investi (1.3.).

1.1. Présentation et classification des investisseurs institutionnels

Brancato (1997) définit les investisseurs institutionnels comme étant des investisseurs dont les fonds sont gérés par des managers professionnels à l'intérieur d'une

organisation qui investit au profit d'un groupe d'individus, d'une autre organisation ou d'un groupe d'organisations. En ce sens, les institutionnels n'agissent pas à titre personnel, un actionnaire investissant pour son propre compte à partir de fonds lui appartenant ne rentre pas dans la catégorie des investisseurs institutionnels, peu importe le volume des fonds dont il dispose.

Les institutionnels naissent d'une relation avec l'épargnant, ils s'interposent entre l'épargne et les sociétés émettrices et gèrent l'argent d'autrui, c'est à la lumière de ce rapport bilatéral que les institutionnels apparaissent conçus et doivent demeurer perçus. Ce sont les professionnels de l'investissement. Ainsi, la politique actionnariale des investisseurs institutionnels s'exerce principalement à deux niveaux. Elle vise, d'un côté, à maximiser la valeur et le rendement financier du portefeuille de titres qu'ils gèrent. Et de l'autre côté, à imposer les règles de la gouvernance d'entreprise destinées à faciliter le contrôle des firmes dont ils sont actionnaires.

Cette montée en puissance du capitalisme collectif trouve son origine dans les pays anglo-saxons. Ponssard (2001) indique que les investisseurs institutionnels possèdent une puissance et une influence économique énorme et que leur poids ressort du volume des actifs financiers qu'ils gèrent.

Le développement considérable des différentes catégories des institutionnels a été patronné par plusieurs facteurs. Jeffers et Plihon (2002) affirment que la déréglementation mondiale, en supprimant les obstacles à la circulation du capital financier, a permis la croissance sans précédent des marchés financiers.

De même, le besoin de financement grandissant des entreprises a obligé pour la diversification culturelle des sources de capitaux, ce qui s'explique par une rentabilité d'un portefeuille international meilleure que celle d'un portefeuille national.

Entre autres, la privatisation mondiale a joué un rôle fondamental dans la croissance des institutionnels internationaux et leur poids dans le capital des grandes entreprises.

D'après l'OCDE¹⁰ (2000), les investisseurs institutionnels font référence aux fonds de pension, aux sociétés d'assurance, aux sociétés d'investissement ou aux fonds mutuels, collectant de l'épargne et offrant des fonds sur les marchés, et aux autres formes d'investisseurs institutionnels comme les partenariats privés d'investissement.

Ainsi la classification courante des investisseurs institutionnels regroupe l'ensemble des fonds de pension (1.1.1.), des fonds mutuels, des fonds de couverture (les *hedge* fonds) (1.1.2.), des organismes de placement collectif (OPC) (1.1.3.) et des investisseurs non individuels tels que les banques (1.1.4.) et les compagnies d'assurances (1.1.5.). Le poids de ces différentes institutions varie selon les pays.

Jeffers et Plihon (2002) soutiennent que parmi les différents investisseurs institutionnels, les fonds de pension dominant le marché américain tandis que les assurances dominant le marché japonais et les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) dominant le marché français. Caby et al. (2013) soulignent que même avec des participations individuelles réduites du capital des entreprises, les investisseurs institutionnels admettent des exigences communes qui leur donnent un pouvoir d'influence très important.

1.1.1. Les fonds de pension

Jeffers et Plihon (2002) définissent les fonds de pension comme étant « une institution financière chargée de collecter, détenir et investir des actifs en vue d'assurer le paiement de prestations futures à ses adhérents ». C'est un fonds d'investissement spécifique à la retraite par capitalisation, c'est l'outil de l'épargne retraite. Les fonds de pension gèrent des sommes énormes, ils ont commencé à investir sur le marché financier américain puis à l'étranger des montants sans précédent.

Monks et Minow (1996) éclairent que du fait qu'ils deviennent des actionnaires presque permanents, les fonds de pension sont des investisseurs à long terme et que la distinction majeure des fonds de pension vis-à-vis des autres investisseurs institutionnels est leur horizon de placement.

¹⁰ Organisation de Coopération et de Développement Economique.

Useem et al. (1993) admettent que les fonds de pensions étaient toujours à l'origine de diverses pressions contre la direction des entreprises. Monks et Minow (1996) estiment que ces pressions des fonds de pension s'appliquent principalement sur le dirigeant pour l'adoption de certaines réformes touchant les principes de la gouvernance d'entreprise.

Jeffers et Plihon (2002) distinguent deux types de fonds de pension, les fonds à prestations définies et les fonds à cotisations définies. Dans le premier cas, le montant des prestations¹¹ à verser est fixé à l'avance, alors que dans le second l'engagement concerne les cotisations versées durant la vie active.

1.1.2. Les fonds de couverture (*hedge funds*)

Le terme anglais *hedge funds* traduit littéralement signifie fonds de couverture. Ce *hedge funds* fut fondé par Alfred Winslow Jones en 1949 en battant un fonds en action structuré comme une société privée. Pour accroître la rentabilité tout en réduisant les risques d'exposition sur le marché, A. W. Jones prit des positions à la fois d'acheteur et de vendeur, et eut recours à l'effet de levier pour augmenter les performances des titres.

Ponssard (2001) suggère que les *hedge funds* constituent la catégorie d'institutions de placement qui a beaucoup fait parler d'elle à l'occasion des dernières crises. Ces fonds s'adressent à une clientèle composée de personnes physiques ou morales disposant d'un patrimoine élevé et présentant une plus grande tolérance à l'égard du risque (*risk lovers*).

Le nombre de *hedge funds* a fortement augmenté au cours des années 1990 et c'est en 1998 avec l'affaire LTCM¹² qu'ils furent connus du grand public. Actuellement, les *hedge funds* sont réducteurs car ils ne prennent en compte qu'une infime partie des participants. En effet, les *hedge funds* ont connu un changement de sens, passant progressivement du statut de simples fonds de couverture à celui de fonds spéculatifs. Ils sont devenus semblables aux *mutual funds*. Les deux sont des outils de placement qui perçoivent de l'argent pour l'investir généralement sur une base collective.

¹¹ Les prestations sont déterminées par le volume total et le rendement des placements.

¹² LTCM : c'est un acronyme qui incarne à lui seul, l'un des plus impressionnants scandales de l'histoire de l'industrie financière : la débâcle du prestigieux fonds d'investissement dénommé *Long Term Capital Management* dans laquelle tout le système bancaire international a failli être entraîné. Une quasi-faillite qui fait de nos jours cas d'école.

En revanche, les *hedge funds* sont des partenaires d'investissements non réglementés, domiciliés en général dans les centres off-shore et qui, le plus souvent, engagent non seulement leurs fonds propres, mais aussi des capitaux empruntés à des banques. Le but principal n'étant pas d'effectuer des opérations de couverture, mais de pouvoir effectuer des opérations impossibles aux autres fonds, telles que des ventes à découvert, des opérations boursières à crédit ou le recours à une large échelle aux instruments dérivés. Cependant, les *hedge funds* font appel à l'emprunt pour composer leurs portefeuilles, ce qui les contraint donc à dépasser les seuils de rentabilité minimale.

1.1.3. Les organismes de placement collectif (OPC)

Les OPC représentent les sociétés d'investissement qui gèrent les *mutual funds* américains et les OPCVM français ; ils visent principalement les investisseurs particuliers et les investisseurs institutionnels tels que les compagnies d'assurances et les banques. Au niveau international, on peut distinguer entre trois catégories principales de fonds d'investissement collectif ; les SICAV (*open ended funds*) qui sont les Sociétés d'Investissement à Capital Variable, les SICAF (*closed-end funds*) qui sont les Sociétés d'Investissement à Capital Fixe et les *Unit trusts* qui sont des organismes de placement collectif. Jeffers et Plihon (2002) estiment que ces OPC sont devenus le principal instrument de placement en titre négociable pour les particuliers, pour le bas niveau de l'apport minimal et le cadre juridique bien défini augmentant l'attrait auprès des petits investisseurs.

Blesson et Clerwall (2003) suggèrent que les avantages des OPC sont notables par rapport à la détention directe des titres mobiliers par les ménages. D'un côté, l'épargne commun fait augmenter les fonds disponibles et permet ainsi la diversification, donc le risque individuel encouru par les particuliers sera réduit. De l'autre côté, les fonds communs offrent l'accès à une rentabilité de capitaux potentiellement élevée à des particuliers aux moyens financiers et connaissance du marché modestes. Ce qui permet, autrement, l'accès des investisseurs individuels aux marchés parfois fermés ou trop techniques.

En revanche, Jeffers et Plihon (2002) stipulent que les *mutual funds* américains participent à la gestion de l'épargne retraite et qu'ils ont réussi à gagner des parts de

marché importantes dans la gestion de l'épargne retraite en offrant des frais de gestion compétitifs et des services comme des relevés quotidiens ainsi que la possibilité de modifier la composition du portefeuille des plans des comptes de retraite individuels.

Ainsi, les fonds mutuels sont obligés d'évaluer leurs placements quotidiennement et d'être prêts à rembourser un actionnaire désirant quitter le fonds. En conséquence, ce type d'institutionnels cherche, avant tout, la liquidité. Sherman et al. (1998) argumentent que le turnover de ces fonds mutuels est très élevé et leur performance est souvent évaluée trimestriellement.

1.1.4. Les banques

La banque peut être définie comme étant une entreprise qui collecte l'épargne des clients et gère les dépôts, accorde des prêts et offre des services financiers. Du côté juridique, la banque constitue une institution financière faisant des opérations bien définies par la loi et qui sont soumises aux dispositions législatives et réglementaires correspondantes¹³, c'est la plus grande catégorie d'investisseurs institutionnels qui sert à gérer les investissements, qu'ils soient des plans de retraite et/ou propriété privée, pour le compte de ses clients.

Monks et Minow (1995) admettent que les banques sont dans l'obligation de servir leurs clients moyennant des commissions qui ne sont pas fonction de la performance de leurs investissements. Ce fort protectorat des clients vis-à-vis des banques traduit le bas niveau de performance des banques sur leurs investissements. Brickley et al. (1988) suggèrent que les banques sont en mesure d'avoir des relations d'affaires avec les entreprises dont ils sont actionnaires.

1.1.5. Les compagnies d'assurances

Jeffers et Plihon (2002) suggèrent que les compagnies d'assurance, détenant le plus gros portefeuille d'actifs financiers en 1995 par rapport aux autres investisseurs

¹³ En France, l'article L311-1 du code monétaire et financier définit les opérations de banque comme suit : « Les opérations de banque comprennent la réception de fonds du public, les opérations de crédit, ainsi que les services bancaires de paiement ».

institutionnels, sont difficiles à distinguer de ces derniers et des fonds de pensions en particulier si l'on prend comme critère la nature des produits qu'elles offrent. Les compagnies d'assurance-vie en fournissent une illustration : leur activité, qui tient une place importante dans le secteur de l'assurance, repose sur des instruments tels que des rentes ou des contrats de placement garanti, adaptés aux besoins des plans de retraite individuels ou collectifs. Entre autres, l'expansion des compagnies d'assurance a été globalement plus lente que celle des autres investisseurs institutionnels, notamment parce qu'elles se sont développées plus tôt (Engen et Lehnert, 2000).

Kochhar et David (1996) jugent que les dirigeants des compagnies d'assurance portent un grand intérêt dans les relations qu'ils entretiennent avec les firmes dont ils sont actionnaires. En ce sens, les compagnies d'assurance détiennent généralement des obligations et essayent de développer des relations d'affaires avec les firmes pour valoriser leurs services.

Monks et Minow (1995) estiment qu'en raison des relations établies ou potentielles avec les entreprises, les compagnies d'assurance votent en général pour l'équipe dirigeante en place. Confirmant cette estimation, Sherman et al. (1998) dévoilent que les compagnies d'assurance, en tant qu'actionnaires, affectent significativement et de façon négative les dépenses en capital et n'affectent pas significativement les dépenses publicitaires et les recherches et développement.

Suite à cette classification, on peut conclure que l'hétérogénéité des investisseurs institutionnels est causée par la différence d'horizon d'investissement, le niveau d'aversion au risque et le niveau de compétitivité. En conséquence, certains investisseurs institutionnels ont plutôt un objectif de placement que de participation et hésitent de ce fait d'entrer dans un groupe stable d'actionnaires. Ceci les obligerait à une certaine réserve alors qu'ils ont en même temps une obligation de résultats envers leurs clientèles.

Baudru et Lavigne (2001) illustrent la différence de comportement des investisseurs institutionnels et stipulent qu'une clientèle plutôt jeune les incite plus à investir dans le long terme. Les divergences observées sur les taux de rotation des portefeuilles est entre deux et trois années pour les fonds communs de placement et de l'ordre d'une décennie

pour les fonds de pension. Le comportement d'investissement de ces derniers est ainsi influencé par la structure d'âge de leur clientèle.

1.2. Objectifs des investisseurs institutionnels

La montée en puissance et l'importance de leurs opérations sur les marchés financiers ont fait des investisseurs institutionnels les acteurs majeurs de l'économie mondiale¹⁴. Ces investisseurs ont multiplié leurs prises de participations dans les grandes entreprises au travers du monde et sont devenus capables de contrôler de manière parfois décisive la gestion de celles-ci. Ils sont devenus des actionnaires très actifs et s'intéressent vigoureusement à l'organisation des entreprises dans lesquelles ils investissent. Jeffers et Plihon (2002) constatent que l'activisme des investisseurs institutionnels prend des formes variées selon le type de l'institutionnel (public ou privé) et selon son mode de gestion (actif ou passif).

Plihon (1999) remarque que la politique des investisseurs institutionnels à l'égard des entreprises dont ils sont actionnaires résulte en grande partie des règles qui définissent leurs obligations à l'égard des épargnants. Cette politique s'exerce principalement à deux niveaux. Elle vise, d'un côté, à amener les entreprises à privilégier un objectif de création de valeur actionnariale. Elle cherche, de l'autre côté, à imposer aux entreprises des règles de gouvernement d'entreprises destinées à faciliter le contrôle de ces dernières. La généralisation des principes de la gouvernance d'entreprise dans les firmes ouvertes au capital étranger est l'une des conséquences directes de la pression exercée par les investisseurs institutionnels étrangers.

Autrement, la révolte des investisseurs institutionnels étrangers concernant les nouvelles règles de la gouvernance d'entreprise ne s'explique nullement par le fait qu'ils considèrent que telle ou telle loi nationale offrirait moins de garantie que les standards du *corporate governance* mais bien par le fait qu'ils souhaitent que des standards identiques soient appliqués au travers des différents marchés financiers pour éviter d'avoir à examiner et comparer les règles légales applicables à chacune des entreprises

¹⁴ Ponsard (2001) estime que les investisseurs institutionnels détiennent 50 % des capitaux des entreprises du CAC 40.

cotées. En ce sens, Davis (1999)¹⁵ fournit un rapport annuel sur la gouvernance d'entreprise. Ce rapport, couvrant l'Allemagne, les Etats-Unis, la France, le Japon et le Royaume-Uni, définit quatre catégories de règles d'une meilleure gouvernance d'entreprise :

- ✓ La structure des organes représentant les actionnaires (les *Board Structure*, le conseil d'administration ou le conseil de surveillance en France).
- ✓ Les droits de vote.
- ✓ La transparence.
- ✓ Les barrières anti-OPA.

Ces critères sont ensuite déclinés en plusieurs sous indicateurs et donnent lieu à l'attribution d'un score global pour chaque pays. Il convient de souligner que les principes de gouvernement d'entreprises qui sous-tendent ces critères sont définis du point de vue des investisseurs institutionnels gérant des portefeuilles diversifiés et qui n'ont pas vocation à intervenir dans la gestion des firmes. Ils exercent une influence suffisamment forte pour qu'elle s'apparente à une surveillance efficace du gouvernement des entreprises.

Bissara (1998) estime que les investisseurs institutionnels ont converti la gouvernance d'entreprise en une véritable idéologie dont ils se font désormais les propagandistes à travers le monde à la faveur de leur infiltration des marchés financiers. En effet, la nature particulière des investisseurs institutionnels explique leur concordance à la théorie de la gouvernance d'entreprise ; il s'agit de personnes qui ont pour activité principale l'investissement et la gestion de fonds qui leurs appartiennent ou qui leur sont confiés. Leur objectif essentiel est de réaliser des profits et les distribuer aux adhérents qui leur ont confié leurs ressources. Ils engagent par conséquent leur responsabilité s'ils placent les fonds de leurs clients dans les entreprises dont la rentabilité n'est pas profitable puisqu'ils doivent justifier périodiquement les activités et les démarches entamées pour fructifier les fonds de leur clientèle. Les investisseurs institutionnels assument donc une double responsabilité à l'égard de leurs mandants ainsi qu'à l'égard

¹⁵ Depuis 1988, le Dr. Stephen Davis, président de Davis *Global Advisors, Inc.*, a fourni des conseils judicieux aux grands investisseurs, aux marchés boursiers, aux organismes gouvernementaux et aux organismes internationaux. Il est le co-auteur du livre *The New Capitalists*, paru en 2006 et qui explore les changements profonds provoqués par l'augmentation du nombre de citoyens investisseurs.

des entreprises où ils investissent leurs fonds ; la gouvernance d'entreprise a paru fournir une réponse aux questions soulevées par ces responsabilités.

1.3. Modes de gestion des investisseurs institutionnels

Plihon (2001) suggère que les investisseurs institutionnels cherchent à imposer des règles de gestion dans les entreprises où ils ont investi en tant qu'investisseurs et actionnaires. Leurs objectifs couvrent donc deux dimensions, financière d'un côté pour maximiser la rentabilité et actionnariale de l'autre pour organiser un système de contrôle externe destiné à inciter les dirigeants des entreprises à satisfaire les objectifs des actionnaires. Le mode de gestion des investisseurs institutionnels pour satisfaire ces deux dimensions prend, ainsi, des formes variées selon la nature des investisseurs, de la réglementation du pays, du type de fonds ou autres.

Jeffers (2005) estime que parmi les fonds de pension, certains sont gérés par une équipe de gestion interne active en sélectionnant individuellement les entreprises dans lesquelles ils investissent afin d'obtenir des rendements supérieurs à la moyenne du marché ; d'autres peuvent être gérés de façon passive en reproduisant la composition d'un indice boursier.

Jeffers et Plihon (2002) développent quatre raisons prouvant que la majeure partie des actifs détenus par les fonds d'investissement fait l'objet d'une gestion indexée (gestion passive) :

- ✓ Les coûts de gestion sont moins importants car ils ne font pas appel à un gérant supplémentaire.
- ✓ La loi couvre la responsabilité des dirigeants de fonds car on ne pourra pas les accuser de ne pas avoir cherché à réduire le risque en suivant l'indice.
- ✓ La gestion indexée n'affecte pas l'équilibre du marché lors des opérations d'achat ou de vente.

- ✓ Vu l'efficience plus forte du marché, il est de plus en plus difficile de battre l'indice.

Les investisseurs institutionnels suivant la gestion indexée en matière de gestion financière sont plutôt actifs en tant qu'actionnaires. Ils cherchent généralement le rendement global de portefeuilles diversifiés, ce qui les conduit à détenir une faible part du capital de chaque entreprise. Ainsi, les investisseurs institutionnels pratiquant la gestion indicielle et externe ne participent pas directement à la gestion des entreprises mais exercent leur pouvoir sur la direction pour défendre les principes de gouvernance d'entreprise, ce qui explique l'activisme croissant des fonds d'investissement dans un contexte dominé par la gestion externe et indexée.

L'activisme a pour objectif de protéger les intérêts des investisseurs institutionnels en tant qu'actionnaires en minimisant la possibilité d'expropriation des dirigeants et des actionnaires majoritaires des entreprises. Entre autres, les investisseurs institutionnels possèdent une responsabilité fiduciaire face à leurs clients de même que le conseil d'administration a une responsabilité face aux actionnaires. Jeffers et Plihon (2002) affirment que cette responsabilité est composée du principe de loyauté, de prudence et de gestion de risque par diversification ; ce sont les principes énoncés par la loi ERISA¹⁶. Cette dernière annonce que la responsabilité fiduciaire du mandataire peut être appréciée non seulement d'après les résultats des décisions prises mais aussi d'après les moyens en prenant en considération la prudence mise dans le processus de prise de décision.

§2. Influence des investisseurs institutionnels

Les investisseurs institutionnels sont à la fois de simples bailleurs de fonds soucieux d'arbitrage à court terme et des actionnaires contrôleurs impliqués durablement dans la gestion de l'entreprise et confrontés aux contraintes du pouvoir. Comme tous les actionnaires minoritaires, les investisseurs institutionnels n'ont pas vocation à intervenir directement dans la gestion opérationnelle et stratégique de l'entreprise mais plutôt la valorisation maximale de leurs portefeuilles (2.1.). Hirigoyen (2000) admet que les investisseurs institutionnels déroulent un comportement actif (2.2.) pour assurer la prise

¹⁶ *Employees Retirement Income Security Act*, loi promulguée en 1974.

en compte de leurs objectifs par les dirigeants des firmes et le succès des actions qu'ils mettent en œuvre (2.3.) ; ce qui les distingue des autres actionnaires minoritaires (2.4.).

2.1. Origines de l'activisme actionnarial

Berles et Means (1932) montrent que les actionnaires des grandes entreprises américaines cotées ont relativement perdu le contrôle au profit des dirigeants. Partant de cette polémique, l'activisme repère ses origines par une réflexion sur les différents moyens de réappropriation du contrôle de l'entreprise par les actionnaires. Crete et Rousseau (1996) admettent que dans un contexte de régie interne des entreprises, le terme activisme est souvent utilisé, avec différentes connotations, pour qualifier les activités les plus visibles de certains actionnaires qui remettent en question le comportement des firmes. Charreaux (1997) déduit que la recherche sur la gouvernance d'entreprise s'interroge sur l'ensemble des principes et des règles qui dirigent et limitent les actions des dirigeants.

Selon la théorie financière traditionnelle, l'actionnaire occupe deux situations. Il apporte les fonds à l'entreprise sans lesquels elle ne pourrait prétendre à d'autres sources de financement comme l'emprunt. Cette première situation lui donne droit à une rémunération incertaine contrairement aux autres parties prenantes liées à l'entreprise par un contrat. Le risque résiduel supporté par l'actionnaire lui confère une seconde situation qui est le contrôle du dirigeant. Ce dernier est dans l'obligation d'agir dans l'intérêt des actionnaires en valorisant leur investissement.

Deux mécanismes de surveillance s'offrent aux actionnaires ; les mécanismes de contrôle externe par le marché des prises de contrôle et les mécanismes de contrôle interne par le conseil d'administration.

Hirschman (1970) prouve que dans un contexte de plus en plus favorable pour l'actionnaire, ce dernier a le choix entre deux attitudes au cas où il n'est pas satisfait du rendement de son investissement dans une entreprise. Il peut soit vendre ses actions, c'est l'attitude du type *exit* ou bien encourager l'entreprise à modifier sa stratégie par le biais de l'exercice des droits de vote que ses actions lui confèrent, c'est l'attitude du type *voice*. Cette seconde attitude correspond à ce qu'on appelle le comportement

activiste des actionnaires. L'activisme est ainsi moyen de contrôle interne complémentaire des prises de contrôle ; c'est le désaccord protesté par les actionnaires vis-à-vis de la stratégie de l'entreprise.

Ce désaccord peut être l'origine d'un mécontentement soit sur la performance de la firme, soit sur les questions relatives à la gouvernance d'entreprise, soit sur les questions environnementales et éthiques. Black (1992) réclame le passage d'un modèle de gouvernance fondé sur le marché avec ses vagues d'OPA à un modèle de nature plus politique avec l'intervention des investisseurs institutionnels. Ce passage peut être expliqué à trois niveaux. Premièrement, la flexibilité du modèle politique d'adresser des problèmes de gouvernance d'entreprise, deuxièmement, le modèle d'OPA peut être source de vengeance politique sous forme de législations anti-OPA, et finalement, les pratiques de l'activisme sont plus efficaces qu'une OPA.

Hervé (2001) définit l'activisme au sens large comme la manifestation de la part d'un investisseur de son mécontentement quant à la stratégie ou à la performance d'une firme dont il est actionnaire. Les investisseurs institutionnels sont devenus des actionnaires très actifs par rapport aux autres actionnaires minoritaires parce qu'ils disposent des moyens financiers pour assumer ce rôle. Ils sont en mesure d'orienter les stratégies de l'entreprise comme ils le souhaitent.

Del Guercio et Hawkins (1999) pourvoient que l'objectif des investisseurs institutionnels n'était pas de s'impliquer d'une manière quelconque dans la gestion des entreprises faisant occasionnellement partie du portefeuille géré mais plutôt de se débarrasser des titres qui ne généraient pas de rendements satisfaisants, cette approche d'action a pu être désignée sous le nom de *wall street rule*¹⁷.

2.2. Présentation de l'activisme institutionnel

Bushee (2001) estime que la manière avec laquelle les investisseurs institutionnels influencent le comportement des dirigeants n'est qu'une évidence empirique puisqu'on

¹⁷ Stratégie adoptée par les investisseurs institutionnels pour exprimer leur mécontentement face à la gestion d'une entreprise.

peut trouver le cas d'une politique passive et le cas d'un contrôle actif de la part de ce type d'investisseurs.

Mintzberg (1983) développe deux dimensions caractérisant la propriété ; il s'agit de l'implication par opposition au détachement d'un côté et la concentration par opposition à la dispersion de l'autre. Ainsi, l'implication représente l'ampleur du contrôle exercé par les actionnaires sur les dirigeants. Un actionnaire impliqué est un actionnaire soucieux d'exercer une influence sur les dirigeants, notamment en exerçant ses droits de vote ou en siégeant au conseil d'administration. Un actionnaire détaché est un actionnaire passif, éloigné des décisions de l'entreprise. Par ailleurs, la concentration désigne la plus ou moins importante diffusion du capital parmi les actionnaires. Elle peut se substituer à l'implication dans la mesure où un actionnaire important peut créer un lien étroit avec les dirigeants en dehors de l'exercice effectif des droits de vote ou de la présence au conseil. Dès lors, plus l'actionnariat est concentré et les actionnaires sont impliqués, plus leur pouvoir sur l'entreprise est important.

En ce sens, deux types d'actionnariat sont pris en compte par la théorie de l'agence ; les concentré-impliqué d'une part, où les entreprises sont dominées par un actionnaire nécessairement impliqué dans le processus décisionnel et les dispersé-détaché d'autre part, où les entreprises détiennent un capital dispersé et que les dirigeants sont les seuls décideurs, à l'exclusion des actionnaires peu soucieux d'influencer les choix de la firme.

Les investisseurs institutionnels, quant à eux, sont classés dans la catégorie dispersé-impliqué ; en effet, leur faible participation au capital de l'entreprise les place dans la catégorie dispersé alors que leur récent activisme montre qu'ils sont toutefois impliqués. Ils apparaissent comme acteurs d'une gouvernance d'entreprise plus interventionniste ; ils ne possèdent qu'une fraction du capital de l'entreprise mais ils sont susceptibles d'influencer les décisions soit indirectement par la menace de cession des titres, soit directement en votant lors des assemblées générales ou en siégeant au conseil d'administration des entreprises.

Charreaux (1999) définit l'activisme institutionnel comme étant un mécanisme efficient au second degré puisqu'il constitue un contrôle alternatif et permet de réduire les coûts

d'agence comparativement à d'autres formes organisationnelles. Pour d'autres auteurs, l'activisme institutionnel correspond à une manifestation de l'opinion de l'investisseur à travers son opinion à pouvoir proposer et voter des résolutions.

Caby et al. (2013) admettent que les relations des investisseurs institutionnels avec les entreprises peuvent prendre deux formes principales : négociée ou conflictuelle. La forme négociée passe par des négociations informelles destinées à faire évoluer la gouvernance d'entreprise concernées. La forme conflictuelle, à propos de laquelle on parle d'activisme, consiste à proposer des résolutions aux assemblées générales, généralement lorsque les négociations ont auparavant échoué. L'activisme est ainsi, selon Caby et al. (2013), l'expression d'un mécanisme de gouvernance d'entreprise qui permet à tous les actionnaires d'exprimer leurs voix dans de nombreux domaines et ceci, quelle que soit leur participation au capital.

2.3. Typologie de l'activisme institutionnel

Jeffers et Plihon (2002) estiment que, d'un côté, la plupart des fonds de pension demandent à leurs gestionnaires d'exercer le vote à leur place par procuration « *proxy vote* ». C'est une méthode relativement passive et peu coûteuse. D'un autre côté, les investisseurs institutionnels sélectionnent la liste des entreprises où se concentre l'activisme selon la taille relative des portefeuilles, les indicateurs de valeur actionnariale et la qualité de la gouvernance d'entreprise. Ils s'engagent d'abord dans un processus de négociation informelle et privée avec l'équipe dirigeante et le conseil d'administration en vue de résoudre les problèmes de gouvernance d'entreprise et de stratégie. En cas de non coopération, ils s'appuient sur des mesures formelles et publiques. Entre autres, certains investisseurs institutionnels s'associent avec d'autres investisseurs institutionnels qui partagent leur opinion sur la gouvernance d'entreprise. En s'associant, les investisseurs institutionnels deviendront plus puissants. Par ailleurs, d'autres investisseurs institutionnels gèrent des fonds qui sélectionnent les entreprises ayant une valeur intrinsèque élevée, mais une valeur de marché faible à cause de problèmes de gouvernance et de stratégie.

Wahal (1996) indique que l'activisme peut prendre plusieurs formes : poursuite en justice de firmes s'engageant dans des activités préjudiciables aux actionnaires, vote

contre la nomination de membres de la direction au sein du conseil d'administration et ciblage formel de firmes. Quant à la dernière forme, le ciblage peut être : ciblage par proxy (2.3.1.), ou ciblage pour performance (2.3.2.).

2.3.1. Le ciblage par proxy

Carleton et al. (2002) suggèrent que le ciblage par proxy se décline en quatre étapes. D'abord, la sélection des firmes ciblées : les fonds de pensions font leur ciblage soit en prenant en compte uniquement des notions de gouvernance d'entreprise ou des mesures liées aux lois anti-OPA, soit en s'intéressant uniquement à la performance de la firme concernée. La propriété institutionnelle dans la firme cible peut être rajoutée dans la mesure où l'existence d'autres actionnaires institutionnels peut augmenter la possibilité de succès du processus de ciblage. Ensuite, les fonds de pension cherchent à entrer en contact avec la firme ciblée afin d'expliquer les raisons pour lesquelles la firme a été ciblée.

Ce contact peut être confidentiel ou non. La non confidentialité permet de faire réagir les entreprises ayant des caractéristiques similaires à la cible mais n'ayant pas été ciblées (Guercio et Hawkins, 1999). Puis, les fonds de pension proposent une résolution à la firme ciblée, afin de l'inclure dans le rapport envoyé aux actionnaires. Enfin, la négociation : un processus de négociation se déroule entre la firme ciblée et le fonds de pension dans le but de trouver un accord. Selon les résultats de la négociation, le fonds soumet ou non la proposition à l'assemblée générale.

2.3.2. Le ciblage pour performance

Wahal (1996) et Hervé (2001) remarquent que le ciblage pour performance est un type d'activisme qui touche les entreprises sous-performantes. Il faut noter que ce type de ciblage ne fait pas l'objet du processus dont nous avons parlé précédemment ; il ne peut y avoir de vote sur ce point au cours d'une assemblée générale. Il semble que le ciblage pour performance soit le plus pratiqué depuis le début des années 1990.

En conclusion, la description et l'explication du phénomène de l'activisme institutionnel a montré l'existence d'un nouvel outil de gouvernance ou de contrôle de la gestion des

entreprises. Cependant, il faut désormais étudier l'efficacité de cet outil, car si on parle beaucoup d'activisme, on ne connaît que peu ses effets.

2.4. Effet de l'activisme institutionnel

Baudru et Lavigne (2001) notent que l'influence des investisseurs institutionnels sur le comportement des entreprises françaises est indéniable et passe plus par une évaluation globale du marché que par la pression réalisée par un investisseur institutionnel en particulier. L'influence peut être ainsi directe, cas des Etats Unis, ou semble parfois être indirecte et venir de l'ensemble du marché financier, cas de la France.

Girard (2002) conclut que l'effet des investisseurs institutionnels se matérialise sous nombreuses formes ; il réduit l'asymétrie d'information entre l'entreprise et les investisseurs, contribue à la liquidité des actions de la firme et améliore la qualité de la gouvernance d'entreprise. De ce fait, les études empiriques américaines ont constaté que l'activisme a un effet sur le taux de rotation des dirigeants, sur la structure d'actionariat et du conseil d'administration, sur le nombre de défenses anti-OPA et sur la richesse des différentes parties prenantes de l'entreprise.

Bushee et Noe (2000) suggèrent que les incitations des investisseurs institutionnels à contrôler la divulgation d'informations des entreprises dépendent probablement de leurs natures, de leur horizon d'investissement et des avantages privés qu'ils peuvent dériver de la révélation publique la plus fiable. Porter (1992) estime que la première catégorie à laquelle la littérature de la gouvernance s'est intéressée est la propriété institutionnelle concentrée ; ces *blockholders* ont souvent un meilleur accès à l'information privée et par conséquent ils n'appuient pas sur les entreprises pour faire des révélations publiques ce qui leur donne un avantage sur les acteurs du marché.

Monks et Minow (1995) précisent que les investisseurs institutionnels disposent des compétences et ressources nécessaires pour discipliner et influencer les dirigeants. En détenant des investissements de masse et orientés au moyen ou long terme, ces investisseurs sont capables de dissuader les incitations des dirigeants à gérer les résultats ; c'est la deuxième catégorie des investisseurs institutionnels et Bushee (1998) les caractérise par les investisseurs sophistiqués.

La troisième catégorie contient les investisseurs institutionnels passagers ou spéculatifs qui adoptent une stratégie de rotation élevée de portefeuille, ayant de ce fait un horizon d'investissement à court terme. Bushee (2001) montre que les investisseurs spéculatifs affichent une préférence nette pour les résultats à brève échéance et que leur participation au capital de l'entreprise contribue faiblement à l'amélioration des performances et des systèmes de gouvernances d'entreprises.

Après avoir présenté les investisseurs institutionnels, leurs différentes catégories et leur activisme sur les marchés financiers, on va s'intéresser aux justificatifs théoriques avancés par la théorie de la gouvernance en ce qui concerne l'activisme des investisseurs institutionnels.

§3. Rôle des investisseurs institutionnels dans la gouvernance d'entreprise

Caby et al. (2013) admettent que, dans la théorie de la gouvernance d'entreprise concernant la propriété dispersée, la propriété institutionnelle est considérée comme un mécanisme de contrôle. Rousseau (1996) suggère que plusieurs investisseurs institutionnels démontrent un intérêt croissant à l'égard des questions liées à la gouvernance d'entreprise. Leur intérêt se manifeste par des interventions destinées à protéger leurs investissements au sein des entreprises. Ainsi, les investisseurs institutionnels interviennent pour contribuer à la mise en œuvre des mécanismes légaux protégeant les intérêts des actionnaires.

Ils participent à la prévention des transactions abusives pour les actionnaires minoritaires, qui sont amorcées soit par les dirigeants, soit par les actionnaires principaux (3.1.). De même, ils ont un devoir d'alerte notamment sur les erreurs de gestion, les situations d'endettement excessif ou encore face aux acquisitions hasardeuses effectuées par les entreprises (3.2.). A de telles situations, les investisseurs institutionnels doivent alerter à la fois les autres actionnaires et l'équipe dirigeante (3.3.).

3.1. Les sources des conflits actionnaires/dirigeants

Caby et al. (2013) estiment que quatre motifs sont généralement avancés pour expliquer les divergences d'intérêt entre les investisseurs institutionnels et les dirigeants : la composition du patrimoine des dirigeants (3.1.1.), l'horizon de décision des dirigeants (3.1.2.), les prélèvements qu'ils effectuent (3.1.3.) et leur position charnière (3.1.4.).

3.1.1. La divergence d'intérêt

La divergence d'intérêt est accentuée par la différence des risques encourus. Fama (1980) prétend que l'actionnaire peut perdre ses apports et que le dirigeant peut perdre son emploi et sa valeur sur le marché du travail. En effet, les actionnaires peuvent diminuer le risque encouru en diversifiant leur portefeuille alors que la valeur du dirigeant en termes de capital humain est étroitement liée aux résultats de l'entreprise.

Pour cela, les dirigeants accordent de l'importance à un risque qui est diversifiable au niveau des actionnaires et n'agissent pas dans l'intérêt strict de ces derniers. Ainsi les efforts déployés par les dirigeants en faveur de l'entreprise, s'ils sont totalement bénéfiques aux actionnaires, comportent pour eux une certaine désutilité relative. Les dirigeants sont ainsi beaucoup plus sensibles à la variabilité des résultats de l'entreprise que ne le sont les actionnaires qui peuvent facilement diversifier leur portefeuille.

3.1.2. L'horizon décisionnel

La deuxième source de conflit trouve son origine dans les divergences de l'horizon décisionnel entre actionnaires et dirigeants. En effet, si l'horizon du dirigeant est conditionné par sa présence à la direction de l'entreprise, l'horizon des actionnaires n'est pas limité puisque pour les entreprises cotées, la possibilité de revente des actions sur le marché fait que la valorisation se détermine en principe sur un horizon infini. Les dirigeants élaborent ainsi leurs stratégies en fonction de leur durée de présence probable à la tête de l'entreprise ; il s'ensuivrait selon cet argument un biais en faveur des décisions privilégiant le court terme.

3.1.3. Les prélèvements effectués

Au travers de la politique de prélèvement incluant les avantages en nature ainsi que les investissements de prestige, les dirigeants divergent de leur position et tentent d'utiliser les ressources de l'entreprise pour leur propre satisfaction, sans contribuer à l'accroissement de la richesse des actionnaires. Les dirigeants auraient tendance à adopter des stratégies d'enracinement, afin de retirer une rente maximale de la fonction qu'ils occupent. Ils peuvent ainsi chercher à rendre leur remplacement coûteux en investissant dans des activités difficilement évaluables et contrôlables.

3.1.4. La position charnière des dirigeants

Les dirigeants sont représentants des actionnaires, chargés de défendre leurs intérêts, et en même temps, ils sont les supérieurs des employés. Cet arbitrage pose un problème de motivation. Même dans le cadre de la théorie néoclassique de maximisation de la valeur, il est très probable que, sauf incitations pécuniaires suffisantes, les dirigeants soient uniquement tentés de privilégier les exigences des salariés.

3.2. Les mécanismes de contrôle

Jensen et Meckling (1976) estiment que la gouvernance d'entreprise met en jeu des leviers d'alignement du comportement des dirigeants afin d'éliminer, sinon réduire, les coûts d'agence. Dès lors que la théorie de l'agence considère l'entreprise comme une fiction légale servant de nœud pour un ensemble de relations contractuelles, on peut l'appréhender comme un système d'incitation où le dirigeant joue un rôle charnière.

Caby et al. (2013) distinguent entre deux types d'incitations induites par la théorie de l'agence, les incitations financières et les mécanismes de contrôle qui peuvent, en outre, être considérés comme des alternatives. Par ailleurs, la typologie fondée sur le caractère externe (3.2.1.) ou interne (3.2.2.) des mécanismes de contrôle est basée sur l'appartenance des acteurs qui sont responsables de l'exercice du contrôle.

3.2.1. Les mécanismes de contrôle externes

Caby et al. (2013) constatent que le marché financier intervient comme un mécanisme de contrôle dans la mesure où les actionnaires mécontents peuvent se défaire de leurs titres en entraînant ainsi une baisse. Cette dernière induit une diminution de la rémunération des managers s'il existe une indexation et rend plus difficile l'appel au marché pour se financer.

Caby et al. (2013) estiment ainsi que « ...si les objectifs stratégiques choisis par les dirigeants ne satisfont pas à la contrainte de maximisation de la richesse, un conflit d'intérêt apparaît... qui peut être résolu grâce à un instrument coercitif : la menace puis l'exécution d'une prise de contrôle externe... un risque de révocation à l'issue de la prise de contrôle ». Par ailleurs, les investisseurs institutionnels, détenant un pourcentage substantiel d'une firme, peuvent obliger l'actionnaire de contrôle à réduire les bénéfices privés. En cas d'offre publique ou de négociation de bloc de contrôle, le choix des investisseurs institutionnels de garder ou de vendre leurs actions est déterminant pour l'issue de l'offre. Ainsi, même en absence d'offre publique effective, la simple menace d'acquisition est susceptible d'exercer une discipline sur les détenteurs de blocs et les dirigeants.

Jensen (1994) constate qu'un dirigeant optant pour une stratégie visant à satisfaire son propre intérêt au détriment des intérêts de la firme pourrait, à priori, rendre cette firme moins compétitive. Cette dégradation de la compétitivité doit limiter l'opportunisme du dirigeant puisque les firmes mal gérées sont condamnées à être acquises.

3.2.2. Les mécanismes de contrôle internes

Ces mécanismes de contrôle internes permettent, au moins théoriquement, d'éviter l'asymétrie informationnelle puisqu'ils se basent sur un accès direct à l'information. L'application de ces mécanismes de contrôle permet une vision directe sur les comportements des dirigeants. Les mécanismes de contrôle internes sont variés et semblent disposer de plus de leviers de contrôle que les mécanismes externes.

❖ **La structure de propriété et le contrôle exercé par les actionnaires**

Tout actionnaire d'une firme est supposé exercer un certain pouvoir de contrôle sur l'équipe dirigeante. Néanmoins, il semble que certains sont plus influents que d'autres. En effet, les actionnaires majoritaires sont considérés plus aptes à limiter le risque d'une stratégie discrétionnaire du dirigeant.

❖ **Le conseil d'administration**

Fama et Jensen (1983) attribuent deux fonctions principales au conseil d'administration, d'une part, évaluer et ratifier les décisions d'investissement à long terme, et d'autre part, contrôler la performance des dirigeants. La réalisation de cet objectif peut être obtenue par la nomination d'administrateurs externes, la séparation des fonctions du président du conseil d'administrateurs et du directeur général et la mise en place de comités spécifiques¹⁸ au sein du conseil. Le conseil d'administration représente ainsi le mécanisme de contrôle complémentaire aux mécanismes externes.

❖ **Le système de rémunération et d'incitation des dirigeants**

Murphy et Jensen (1998) avouent qu'ils sont nombreux les mécanismes par lesquels le système de rémunération peut procurer des incitations à la création de valeur pour les actionnaires. La détention d'actions par les dirigeants constitue l'une des incitations financières les plus performantes tant que le patrimoine des dirigeants dépend directement de la valorisation de l'action de l'entreprise.

❖ **Le contrôle exercé par les salariés**

Charreaux (1997) estime que l'intensité de ce contrôle dépend de la valeur des investissements spécifiques des salariés dans l'entreprise. Les salariés sont capables d'exercer une certaine discipline sur les dirigeants dans la mesure où ils disposent d'un accès plus direct à l'information que les acteurs externes.

¹⁸ Comités d'audit, de nominations et de rémunérations.

❖ La politique d'endettement

Jensen et Meckling (1976) admettent que le financement de la croissance des entreprises par l'endettement permet de réduire les coûts d'agence. La dette motive efficacement les dirigeants à tenir leurs obligations vis-à-vis des prêteurs à la différence des dividendes pour leurs actionnaires (Jensen (1986)).

3.3. La contribution institutionnelle au sein de la gouvernance

Rousseau (1996) souligne que les investisseurs institutionnels interviennent au sein de la gouvernance d'entreprise pour protéger leurs investissements. Ils contribuent à la mise en œuvre des mécanismes légaux protégeant les intérêts des actionnaires et participent à la prévention des transactions abusives pour les actionnaires minoritaires, qui sont amorcées par les actionnaires principaux. Par ailleurs, certains de ces investisseurs se sont joints au mouvement de réforme visant à améliorer les règles de gouvernance interne des entreprises afin d'accroître l'imputabilité de leurs dirigeants.

La participation massive de ces investisseurs dans les grandes entreprises à travers le monde a conféré une ampleur notable à leurs interventions qui contribuent à améliorer la gouvernance d'entreprise. Les investisseurs institutionnels possèdent plusieurs moyens pour intervenir au niveau de la gouvernance d'entreprise dont ils sont actionnaires. Ces moyens d'intervention sont encadrés notamment par le droit extrajudiciaire (3.3.1.) et judiciaire (3.3.2.) et le droit des valeurs mobilières (3.3.3.).

3.3.1. Intervention extrajudiciaire

Le principal moyen d'intervention extrajudiciaire dont disposent les investisseurs institutionnels est le droit de vote (Rousseau, 1996). Ce droit de vote permet aux investisseurs institutionnels de participer à l'élection ou à la destitution des administrateurs à l'occasion de l'assemblée générale des actionnaires. Ils détiennent ainsi une influence sur le choix des membres des conseils d'administration chargés de gérer la gestion des entreprises. Cela leur confère un moyen de contrôle sur les activités de l'administration.

Par ailleurs, les droits de vote dont disposent les investisseurs institutionnels leur permettent également de se prononcer sur les changements importants devant être apportés aux entreprises. En effet, les lois sur les sociétés prévoient qu'aucune modification importante envisagée par le conseil d'administration ne peut être effectuée sans la consultation et l'accord des actionnaires. Ce droit de regard sur les changements importants donne aux investisseurs institutionnels la possibilité d'assurer la protection de leurs intérêts. Ils peuvent, ainsi, s'opposer à la réalisation des opérations qui portent préjudice à leurs intérêts, en votant contre celles-ci.

Néanmoins, il est important de signaler que ce mécanisme des droits de vote est complété par des règles du droit des valeurs mobilières, auxquelles sont assujetties les entreprises cotées, qui offrent une protection plus étendue aux actionnaires minoritaires. Ces règles facilitent l'opposition des investisseurs institutionnels aux opérations qui menacent leurs intérêts. Entre autres, les interventions les plus notables des investisseurs institutionnels, dans le contexte de ces opérations, sont généralement réalisées au travers de ces règles.

Les mécanismes d'intervention extrajudiciaires permettent ainsi aux investisseurs institutionnels de manifester, de différentes façons, leur intérêt concernant la gouvernance d'entreprise. L'exercice des droits de vote rattachés au pourcentage des actions détenues au sein des entreprises demeure néanmoins pour eux un outil d'intervention important. En ce sens, plusieurs investisseurs institutionnels ont adopté récemment des lignes directrices guidant l'exercice de leurs droits de vote. Ces lignes directrices énoncent les positions que ces investisseurs appuient en matière de gouvernance d'entreprise et sont destinées à influencer sur les décisions des administrateurs et de l'équipe dirigeante.

3.3.2. Intervention judiciaire

Les investisseurs institutionnels possèdent un large éventail de recours judiciaires pour intervenir au sein des entreprises dont ils sont actionnaires (Rousseau, 1996). La nature des recours varie selon la loi en vertu de laquelle les entreprises sont constituées. Pour assurer la protection de leurs intérêts, le principal recours dont disposent les investisseurs institutionnels qui sont actionnaires au sein de l'entreprise est le recours

pour oppression. Ce recours permet au tribunal de rendre toute ordonnance pour remédier à une situation où l'équipe dirigeante d'une entreprise abuse des droits des actionnaires, porte injustement atteinte à leurs intérêts ou ne tient pas compte injustement.

Dans le cadre de ce recours, le tribunal peut rendre des ordonnances comme la condamnation à des dommages-intérêts, l'annulation des actes abusifs ou la destitution des administrateurs. Le droit de dissidence permet ainsi aux actionnaires qui ne veulent pas continuer à investir dans une entreprise, à la suite d'un mécontentement important, de vendre leurs actions à cette dernière à leur juste valeur. L'intervention du tribunal n'est nécessaire que lorsque l'actionnaire et l'entreprise ne peuvent s'entendre sur la juste valeur des actions.

Les investisseurs institutionnels peuvent lancer une action personnelle pour contester les opérations qui portent atteinte à leurs droits personnels. Ils peuvent intenter une telle action à l'encontre des opérations qui enfreignent leur droit à l'égalité de traitement (Rousseau, 1996). En outre, ce recours peut être utilisé pour contester des transactions qui ne sont pas réalisées dans un but légitime. Ainsi, tout pouvoir qui n'est pas exercé conformément à sa finalité enfreint le principe que les actionnaires soient traités sur le même pied d'égalité, sans favoritisme ou discrimination, et constitue un abus de pouvoir.

Les investisseurs institutionnels disposent ainsi de plusieurs recours judiciaires pour protéger et promouvoir leurs intérêts au sein des entreprises. Cependant, les investisseurs institutionnels semblent généralement privilégier une approche extrajudiciaire pour effectuer leurs interventions concernant la gouvernance d'entreprise. Plus particulièrement, les investisseurs institutionnels semblent préférer les mécanismes établis par la réglementation des valeurs mobilières pour réaliser leurs interventions.

3.3.3. Le droit des valeurs mobilières

La réglementation du marché des valeurs mobilières s'articule autour de deux principes fondamentaux, à savoir la protection des épargnants et le bon fonctionnement du

marché. Dans cette perspective, l'AMF¹⁹ réglemente les différents aspects de ce secteur d'activité tels que l'appel public à l'épargne, la divulgation de l'information, les déclarations et transactions d'initiés, la sollicitation des procurations et les offres publiques d'achat. L'AMF, créée pour surveiller, promouvoir et orienter le marché des valeurs mobilières, détient la mission de favoriser l'atteinte de ces objectifs. Pour se faire, elle est investie de vastes pouvoirs discrétionnaires à caractère réglementaire, administratif et juridictionnel.

Parmi les principaux pouvoirs que détient l'AMF, est son pouvoir d'enquête qui lui permet d'instituer une enquête en vue d'assurer l'application de la loi et des règlements, ou en vue de réprimer les infractions prévues par la loi, les infractions aux règlements et les infractions en matière de valeurs mobilières. En outre, elle possède deux importants pouvoirs d'adjudication.

En premier lieu, l'organisme peut, d'office ou sur demande d'un intéressé, prendre toute mesure propre à assurer le respect des dispositions de la loi. Son pouvoir, qui englobe l'ensemble de la loi, lui confère un champ d'intervention très étendu.

En second lieu, l'organisme est investi du pouvoir de rendre une ordonnance de blocage interdisant à une personne toute activité en vue d'une opération sur valeurs et toute activité reliée à des opérations sur valeurs. L'étendue de son pouvoir doit s'apprécier en fonction de l'intérêt public et des objectifs de la loi dont elle est chargée d'assurer la mise en œuvre. Dans cette perspective, il semble qu'il n'est pas nécessaire de prouver une contravention spécifique à la loi, au règlement ou aux instructions générales pour être en mesure d'invoquer ce recours.

Entre autres, l'AMF possède un pouvoir quasi réglementaire qui lui permet d'adopter des directives, appelées instructions générales, afin d'encadrer l'exercice de ses pouvoirs discrétionnaires et de définir les exigences découlant des objectifs de la loi.

¹⁹ Le régulateur français des valeurs mobilières, l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), a vu le jour le 24/11/2003 sous la loi sur la sécurité financière du 1/08/2003. Il a été créé de la fusion de trois organismes de réglementation : la Commission des Opérations de Bourse (COB), le Conseil des Marchés Financiers (CMF) et le Conseil de Discipline de la Gestion Financière (CDGF).

Certaines instructions générales ont toutefois un caractère normatif. Celles-ci établissent des règles qui touchent les droits et obligations d'une catégorie d'administrés qui interviennent dans le marché des valeurs mobilières.

De telles instructions générales constituent une véritable réglementation économique, car elles sont destinées à modifier spécifiquement le comportement économique des individus et des entreprises. Les instructions générales sont élaborées avec la participation des principaux intervenants du marché des valeurs mobilières. En effet, lorsque l'AMF envisage d'adopter une instruction générale, elle doit publier, dans un premier temps, le projet de cette instruction dans son bulletin hebdomadaire. Toute personne intéressée peut alors soumettre ses commentaires et recommandations à la Commission. Ce processus d'adoption des instructions générales permet aux investisseurs institutionnels d'intervenir durant l'élaboration de la réglementation.

En conclusion, les investisseurs institutionnels sont devenus la caractéristique commune des marchés de capitaux modernes. L'institutionnalisation de plus en plus accrue des structures d'actionnariat des firmes suppose que ces investisseurs sont capables d'exercer une influence notable sur les décisions managériales prises au sein de la gouvernance d'entreprise. Ils peuvent désormais influencer le pilotage des entreprises (Mottis et Ponsard, 2002) et conduire les dirigeants à prendre les décisions comptables et financières qui favorisent le mieux leur position. En ce sens, le comportement des investisseurs institutionnels est analysé face aux décisions de fusions acquisitions et la performance générée de ces opérations pour les entreprises acquéreuses.

Section 2. Les fusions Acquisitions : performance et comportement institutionnel

Les investisseurs institutionnels ont le pouvoir d'influencer les décisions managériales, gouverner la conduite et définir l'espace discrétionnaire des dirigeants (Charreaux, 1997). Par ailleurs, l'émergence des vagues de fusions acquisitions depuis trois décennies ainsi que l'ampleur de ces phénomènes à l'échelle économique et financière mondiale exigent une analyse particulière de ces opérations en vue de dévoiler les enjeux qui les entourent notamment leur rapport avec la structure de propriété.

L'étude des opérations de fusions acquisitions fait apparaître deux pensées divergentes. La première stipule que les décisions de fusions acquisitions sont considérées comme un moyen de minimisation des coûts d'agence par le biais de remplacement des dirigeants et la modification de la structure de contrôle (Shleifer et Vishny, 1989). La deuxième admet que les opérations de fusions acquisitions ne sont qu'une manifestation des coûts d'agence. Dans le but de maximiser leur contrôle et leur compensation, les dirigeants optent pour des décisions de croissance externe même si elles ne présentent pas une stratégie bénéfique pour l'entreprise (Roll, 1986).

En se basant sur la deuxième pensée, il est opportun d'analyser les décisions de croissance externe (paragraphe §1) et leur performance (paragraphe §2) en vue de cerner le comportement des investisseurs institutionnels (paragraphe §3).

§1. Les décisions de croissance externe

La croissance externe est caractérisée par la notion d'acquisition d'actifs déjà combinés et organisés, prêts à fonctionner, produisant un bien ou un service immédiatement. Le concept de croissance externe est très souvent associé à plusieurs notions telles que fusion, acquisition, prise de participation, OPA ou OPE, ce qui conduit dans certains cas à des confusions.

Morvan (1991) considère la croissance externe comme un processus par lequel des unités économiques croissent en acquérant la propriété ou le contrôle de capacités de production existantes et déjà en fonctionnement.

Vannesson et Auberton (1990) définissent la croissance externe par l'acquisition d'un ou plusieurs ensembles déjà existants et en fonctionnement. Néanmoins, les notions de capacités de production déjà fonctionnelles, d'acquisition d'actifs existants opérationnels et en fonctionnement, sont plus ou moins ambiguës et peuvent être attribuées à d'autres types de croissance.

Paturel (1997) propose une définition plus améliorée et prétend que la croissance externe correspond à une stratégie de croissance d'entités économiques par acquisition ou prises de contrôle d'un ensemble de moyens de production déjà combinés et, donc,

déjà en fonctionnement (1.1.). La croissance externe est ainsi une opération d'acquisition d'un ensemble ou sous-ensemble de ressources internes déjà organisées d'une entité pouvant produire immédiatement un bien ou un service (1.2.). Cette acquisition est faite, soit d'une manière totale sous forme de fusions, soit d'une manière partielle par prise de contrôle à travers des prises de participation (1.3.).

1.1. Type des acquisitions

La croissance externe admet ainsi deux formes d'acquisition : acquisition totale et acquisition partielle.

1.1.1. Acquisition totale

Une acquisition totale signifie que la propriété d'un ensemble ou sous-ensemble de ressources d'une entité est transférée totalement à une autre entité. Ce transfert de ressources est aisément identifiable et l'opération est visible.

Pour que l'acquisition totale conduise à une opération de croissance externe, ce transfert doit répondre aux différentes caractéristiques. L'acquéreur doit être déjà organisé, pouvant donc produire immédiatement un produit ou un service, sans avoir besoin de l'associer à d'autres entités. Il est inséré soit immédiatement dans l'entité préexistante, soit dans une structure nouvellement créée pour l'occasion.

En revanche, l'acquéreur ne doit pas appartenir à des ressources internes de l'entité acquise, car cela représenterait simplement une réorganisation interne de cette entité, de ce fait, toutes les opérations de restructuration interne sont exclues. Par conséquent, les fusions de filiales appartenant au même groupe ne seront pas considérées comme des opérations de croissance externe. Par ailleurs, les ressources transférées sont automatiquement accompagnées du transfert de leur contrôle. Le nouveau propriétaire est désormais le seul responsable de leur utilisation et des résultats qui en découlent.

1.1.2. Acquisition Partielle

Dans le cas d'une acquisition partielle, l'entreprise acquéreuse choisit d'acheter seulement une partie de l'entreprise cible à travers des prises de participation, mais une participation qui lui permet, relativement, de la contrôler.

Pour que ces opérations d'acquisition soient considérées comme étant des opérations de croissance externe, elles doivent répondre aux diverses caractéristiques. La prise de participation correspondant à l'acquisition d'une partie de l'entreprise cible doit absolument entraîner le contrôle de celle-ci. Si l'acquisition ne permet pas une prise de contrôle, l'opération ne sera pas qualifiée de croissance externe.

Entre autres, la partie acquise appartient à une entité pouvant produire un bien ou un service immédiatement. En revanche, la participation ne doit pas concerner une entreprise déjà contrôlée, car cette participation n'aura aucun effet nouveau sur la structure de contrôle. En effet, toutes les augmentations de participation sur une cible déjà contrôlée ne constituent pas des opérations de croissance externe.

1.2. Politique de croissance externe

Quelles que soient les modalités d'acquisition utilisées totale ou partielle, cela conduit à la naissance d'un nouvel ensemble acquéreur et cible. L'acquéreur admet plusieurs politiques, il peut soit élargir ses activités en amont ou en aval, cas de l'acquisition verticale (1.2.1.) ; soit renforcer ou étendre ses mêmes ou très proches activités cas de l'acquisition horizontale (1.2.2.) ; ou bien étendre ses activités à celles qui sont complémentaires, cas de l'acquisition concentrique (1.2.3.) ; ou encore explorer des secteurs entièrement nouveaux et complètement différents, cas de l'acquisition conglomerale (1.2.4.).

1.2.1. Acquisition verticale

La politique de croissance externe verticale consiste, pour un acquéreur, à internaliser sous forme d'acquisition totale ou partielle un ensemble ou sous-ensemble de ressources déjà organisées d'une cible pouvant produire un bien ou un service immédiatement.

L'acquéreur et la cible ont jusqu'à présent une relation potentielle ou effective de type clients-fournisseurs.

La relation effective peut prendre deux formes : soit une relation d'échanges assurée par le marché où les entreprises sont complètement indépendantes et n'ont aucun engagement contractuel, soit une relation où les entreprises sont liées par une relation contractuelle du type partenariat d'impartition. Tandis que la relation potentielle signifie que, même si les produits des deux entreprises sont considérés comme facteurs de production ou marché final de l'une pour l'autre, aucun lien formel n'existe entre elles.

Si les produits de la cible sont considérés comme facteurs de production pour l'acquéreur, l'opération de croissance verticale est du type amont puisque la cible fournit de la matière première ou des produits considérés comme composants. En revanche, si la tâche de l'entreprise cible consiste à vendre les produits de l'acquéreur, l'opération de croissance verticale est du type aval.

1.2.2. Acquisition horizontale

La politique de croissance externe horizontale d'une entreprise acquéreuse consiste à internaliser, sous forme d'acquisition totale ou partielle, des ressources d'une entreprise cible dont les activités sont identiques ou très proches. La croissance horizontale dépend ainsi de ce que l'on peut considérer comme produits proches et identiques. De ce fait, une entreprise réalise une opération de croissance externe horizontale si son marché de produits est le même que celui de la cible. Le même usage des produits de l'acquéreur et de la cible signifie que leurs produits sont identiques ou fortement substituables.

1.2.3. Acquisition concentrique

La politique de croissance concentrique correspond à l'acquisition d'une partie ou de la totalité des ressources d'une cible dont l'une ou plusieurs des activités sont liées fonctionnellement à celles de l'acquéreur. Ainsi, les activités de l'acquéreur et de la cible possèdent un lien apparent. Rumelt (1997) admet que les activités sont liées entre elles si elles présentent des similarités sur au moins l'un des paramètres suivants :

techniques de production utilisées, marchés desservis et types de réseaux de distribution, ressources technologiques et compétences de recherche et développement.

La croissance concentrique peut surtout concerner des entités ayant des produits certes distincts dans la conception, mais qui possèdent une utilité ou un fonctionnement complémentaire. De ce fait, ces produits ne sont pas concurrents mais ils ont une réelle complémentarité de fonctionnement ou de consommation et s'adressent à la même clientèle. La croissance concentrique est assimilée à une diversification par extension de produit. Ce type de croissance est souvent considéré comme proche de la croissance horizontale.

1.2.4. Acquisition conglomérale

La croissance conglomérale correspond à l'acquisition d'un ensemble ou sous-ensemble d'une cible produisant des biens ou services qui sont rigoureusement distincts des siens et qui n'ont aucune complémentarité technique, productive et commerciale. Les activités de l'acquéreur et de la cible n'ont ainsi aucun lien et elles n'ont aucune relation de concurrence, puisqu'elles n'ont ni la même mission ni le même métier et ne s'adressent donc pas aux mêmes marchés.

En ce sens, le nouvel ensemble est composé de plusieurs activités distinctes et prend très souvent le nom de conglomérat. Nous assistons, dans ce cas, à un double apport, d'une part un enrichissement de la gamme des produits existants par la venue de nouveaux produits différents et d'autre part, une intégration des marchés correspondants. La venue de ces nouvelles activités permet à l'ensemble constitué soit le développement de produits de remplacement, soit le développement d'activités nouvelles.

Ces opérations de diversification en termes d'acquisition de nouvelles activités consistent, pour l'acquéreur, à faire appel à de nouvelles compétences et à des savoir-faire différents qui correspondent donc à un nouveau métier.

1.3. Les motivations de la croissance externe

Les équipes dirigeantes des entreprises procèdent, dans la plupart des cas, à des regroupements dans le cadre d'un plan stratégique qui leur permet de faire face à la concurrence et de s'adapter aux changements issus de l'environnement économique dans lequel ils évoluent.

Les fusions acquisitions sont généralement justifiées par une augmentation de la valeur de la firme telle que mesurée par l'accroissement de la valeur boursière des titres de propriété de l'entreprise. Les gains escomptés de ses opérations proviendraient de la réalisation de synergies opérationnelles ou d'une modification des stratégies d'opération de l'entreprise cible. Les synergies opérationnelles seraient issues de la combinaison des deux entités alors que dans le cas des modifications stratégiques, il convient d'appliquer des méthodes de gestion plus rigoureuses que celles qui sont utilisées par les gestionnaires en place.

Il existe principalement trois motifs sous-jacents aux fusions acquisitions : la recherche de synergies (1.3.1.), l'opportunisme et le bien-être des dirigeants de la firme acquéreuse (1.3.2.) et le rôle disciplinaire (1.3.3.).

1.3.1. Recherche de Synergies

Les dirigeants des firmes acquéreuses cherchent à maximiser la richesse des actionnaires en combinant des opérations de façon plus efficiente.

Bradley et al. (1988) considèrent que la réaction des marchés financiers à l'annonce de regroupements des entreprises génère des rendements positifs aux actionnaires des firmes acquéreuses et cibles. Ils estiment que les marchés financiers anticipent des gains d'efficacité managériale, des économies d'échelle et d'autres mesures génératrices de valeur pouvant être regroupées sous le vocable synergie.

1.3.2. Opportunisme et bien-être managérial

Roll (1986) est le premier à dévoiler l'hypothèse d'opportunisme managérial. Il soutient que la sur-confiance, la fierté et l'arrogance des dirigeants les amènent à surestimer les gains découlant de synergies et à verser une prime excessive à l'entreprise cible. Hayward et Hambrick (1997) admettent que quatre facteurs d'opportunisme managérial sont associés aux primes payées : la récente performance de l'entreprise, les récents éloges dans les médias à l'égard du chef d'entreprise, le sentiment d'importance du dirigeant mesuré par son niveau de rémunération relatif et la combinaison de ces facteurs.

Par ailleurs, le motif de l'augmentation du bien-être des dirigeants au détriment des actionnaires est affirmé par plusieurs études issues de la théorie des coûts d'agence. Amihud et Lev (1981) montrent que les dirigeants procèdent à des regroupements de type conglomérat afin de réduire leur risque de licenciement. Jensen (1986) prétend que les dirigeants utilisent les flux de trésorerie²⁰ pour faire des acquisitions qui leur procureront du prestige et une meilleure rémunération plutôt que de les verser aux actionnaires, faute de projets à valeurs actuelles nettes positives.

Shleifer et Vishny (2003) avouent que dans le but de s'enraciner dans l'entreprise les dirigeants peuvent mener cette dernière à faire des acquisitions. Les dirigeants visent à investir dans des actifs qui rendent leurs compétences spécifiques indispensables pour l'entreprise pour qu'ils soient moins susceptibles d'être remplacés et obtiennent une meilleure rémunération.

1.3.3. Rôle disciplinaire

Martin et McConnell (2012) suggèrent que l'un des rôles importants des acquisitions est de discipliner les dirigeants des entreprises ayant de mauvaises performances. Ils déduisent que les acquisitions d'entreprises sous-performantes seraient suivies de taux de rotation des hauts-dirigeants significatifs pour les entreprises acquises. Ainsi des

²⁰ Free Cash-Flow.

gains peuvent être générés en modifiant les stratégies d'opération des dirigeants de l'entreprise cible.

Berkovitch et Narayanan (1993) analysent les acquisitions de différents côtés. Ils retiennent que dans le cas où le motif est la synergie, les gains de l'entreprise acquéreuse et de l'entreprise cible sont positifs. Par contre, lorsque le motif est l'opportunisme managérial, les regroupements ne génèrent pas de gains nets. Les entreprises cibles réalisent des gains qui équivalent aux pertes encourues par les entreprises acquéreuses. Il ne s'agit que d'un transfert de richesse causé par une mauvaise évaluation des gains par les dirigeants des entreprises acquéreuses.

Dans les cas où le motif du regroupement est l'augmentation du bien-être des dirigeants de l'entreprise acquéreuse, des pertes sont constatées pour les entreprises acquéreuses. Les entreprises cibles génèrent des gains qui résultent de leur pouvoir de négociation et de la valeur des avantages dont les dirigeants des entreprises acquéreuses veulent s'approprier.

En conséquence, la synergie semble être le motif principal pour effectuer des acquisitions, mais que plusieurs de ces dernières seraient motivées par l'augmentation du bien-être et l'opportunisme managérial. En ce sens, les gains pour l'entreprise cible sont toujours positifs, quels que soit les motifs sous-jacents. Dans le cas où le motif principal est la recherche de synergies, la valeur de l'entreprise combinée peut s'accroître suffisamment pour générer également des gains pour l'entreprise acquéreuse.

Entre autres, l'opportunisme managérial n'implique aucune augmentation de valeur. Le pouvoir de négociation de l'entreprise cible résulte en des gains qui sont extirpés de l'entreprise acquéreuse.

Par ailleurs, il y a destruction de valeur lorsque l'objectif principal des dirigeants est l'augmentation de leur bien-être, ce qui amène généralement l'entreprise acquéreuse à subir une détérioration de sa performance.

§2. Performance des décisions de fusions acquisitions

Pour analyser les opérations de fusions acquisitions, la théorie financière s'intéresse principalement à la mesure de la performance, à court et long terme (2.1.), de ces opérations ainsi qu'aux déterminants de cette performance (2.2.). En effet, la réussite d'une opération de fusions acquisitions est conditionnée par la création de valeur pour l'entreprise acquéreuse.

2.1. Performance à court et long terme

Les recherches sur la performance à court terme des opérations de croissance externe reposent sur la prémisse, que les marchés financiers sont efficients. Selon cette hypothèse, toute nouvelle information pertinente est incorporée adéquatement et rapidement dans le prix des titres. Il semblerait toutefois que cette hypothèse ne puisse être vérifiée empiriquement.

Jensen et Ruback (1983) estiment, à travers leur étude, que les acquisitions d'entreprises donnent lieu à des gains. Les actionnaires des entreprises cibles obtiennent des gains moyens de 20 et 30 % alors que les actionnaires des entreprises acquéreuses jouissent des gains de 0 à 4 % autour de la date d'annonce. Bhagat et al. (1990) déduisent à partir de leur étude de prises de contrôle hostiles que les primes obtenues par les entreprises cibles sont très variables, mais positives dans la plupart des cas. Les entreprises acquéreuses marquent des rendements peu importants dans la plupart des cas, voire négatifs dans plus de la moitié des cas.

Schwert (2002) interprète que les entreprises acquéreuses génèrent des rendements anormaux moyens de 1,3 % durant la période de préannonce (-63, -1) et de -2,3 % durant la période de post-annonce (0, 126). Le rendement anormal cumulé pour les entreprises cibles est de 22 % et se répartit de la façon suivante : 12,4 % durant la période de préannonce et de 9,6 % durant la période de post-annonce.

Jensen et Ruback (1983) concluent que des pertes moyennes de 5,5 % sont observées durant les douze mois postérieurs à la date d'annonce dans six études effectuées aux États-Unis. Ils suggèrent que les rendements anormaux observés durant la période de

pré-acquisition découlent de la surestimation des gains d'efficience réels attribuables aux opérations de regroupements. Agrawal et al. (2012) utilisent une méthodologie leur permettant de contrôler l'effet de taille en plus du risque. Selon cette étude, les actionnaires des entreprises acquéreuses subissent une perte de l'ordre de 10% au cours des cinq années qui suivent les regroupements.

Loderer et Martin (1992) réexaminent la question en adoptant une méthodologie qui leur permet de contrôler l'effet de taille, les variations du taux sans risque et le risque systématique. L'étude démontre que les entreprises acquéreuses ne subissent pas de pertes significatives pendant les cinq années qui suivent les regroupements.

Par ailleurs, il semblerait que des pertes auraient été enregistrées durant les deuxième et troisième années suivant les opérations de fusions acquisitions.

2.2. Déterminants de la performance des fusions acquisitions

Afin de mieux comprendre les disparités dans les résultats des recherches sur la performance des fusions acquisitions, les chercheurs se sont penchés sur l'étude des facteurs qui déterminent les niveaux de performance des entreprises qui procèdent à des opérations de fusions acquisitions.

2.2.1. Mode d'acquisition et type de paiement

Deux modes d'acquisition sont investigués dans la littérature financière à savoir les fusions et les OPA. Jensen et Ruback (1983) définissent ces deux modes comme suit : «Les regroupements par fusion sont négociés directement avec les dirigeants de l'entreprise cible et sont approuvés par le conseil d'administration avant de faire l'objet d'un vote d'approbation par les actionnaires. Les OPA sont des propositions d'achat effectuées directement auprès des actionnaires des entreprises cibles qui décideront individuellement de vendre ou de ne pas vendre leurs actions aux entreprises acquéreuses ».

Ils concluent que les rendements anormaux autour de la date d'annonce sont plus élevés dans le cas des OPA que lors de fusions et ce, autant pour les entreprises cibles que pour

les entreprises acquéreuses. Dans le cas des entreprises cibles, les rendements anormaux moyens obtenus sont de 30 % pour les OPA contre 20 % pour les fusions. Pour les entreprises acquéreuses, ils sont de 4% pour les OPA contre 0 % pour les fusions.

Le type de paiement utilisé pour financer les opérations de regroupement a fait l'objet de plusieurs études. Ce facteur est intimement lié au mode d'acquisition parce qu'il sert en partie à définir ce dernier. La littérature financière distingue deux modes de paiement à savoir l'émission d'actions et le paiement en espèces. En effet, l'asymétrie de l'information entre les actionnaires et les dirigeants prouve que le type de paiement a un impact sur la performance des opérations d'acquisitions des entreprises.

Du point de vue fiscal, le paiement en actions permet de reporter l'imposition de gains potentiels alors que dans le cas d'un versement en espèces, le gain en capital est imposé immédiatement. Afin de compenser pour cette situation, les actionnaires des entreprises cibles réclament une prime plus élevée lors des acquisitions payées en espèces.

Myers et Majluf (1984) soulignent que l'asymétrie d'information existant entre les actionnaires et les dirigeants fait en sorte que l'émission d'actions est perçue comme une mauvaise nouvelle par les actionnaires, ce qui les amène à dévaluer l'entreprise émettrice. Les investisseurs ont tendance à croire que les dirigeants émettent des actions lorsque celles-ci sont surévaluées tant qu'ils possèdent des informations que les investisseurs n'ont pas et ne peuvent vérifier au moment de l'émission des titres.

Travlos (2012) indique que la plupart des fusions sont financées par un échange d'actions et que les OPA sont habituellement payées en espèces. Les différences de rendement observées pour les entreprises acquéreuses qui ont effectué des regroupements de type fusion et celles qui ont procédé à des OPA pourraient être attribuables aux types de paiement utilisés. Ainsi, les différences de rendement entre fusions et OPA s'estompent après avoir pris en compte le type de paiement et le degré de résistance. Par ailleurs, les regroupements payés en espèces montrent des rendements plus élevés que les échanges d'actions et ce, quels que soient le mode d'acquisition et le degré de résistance.

2.2.2. Attitude amicale ou hostile

L'attitude amicale ou hostile des dirigeants pourrait avoir un impact sur la performance des opérations d'acquisitions des entreprises. Une acquisition est généralement jugée hostile lorsqu'une OPA est rejetée agressivement par l'entreprise cible. Lors d'une acquisition hostile, l'entreprise acquéreuse annonce une OPA et négocie directement avec les actionnaires plutôt qu'avec les dirigeants. Lorsqu'elle obtient le contrôle, l'entreprise acquéreuse procède souvent à changer l'équipe dirigeante de l'entreprise cible qui est jugée inefficace, c'est le rôle disciplinaire exercé par l'entreprise acquéreuse.

En outre, ce processus peut amener les dirigeants des entreprises cibles à utiliser des mesures de défense qui leur permettent d'obtenir de meilleures conditions pour eux et pour l'entreprise qu'ils représentent. Par ailleurs, les regroupements de type amical découlent de négociations entre les dirigeants des firmes impliquées et sont axés sur la réalisation de synergies stratégiques.

Franks et al. (1991) observent un rendement anormal moyen de 35,3 % autour de la date d'annonce pour les entreprises cibles ayant résisté à l'acquisition et de 25,6 % dans le cas contraire. L'impact de ce facteur est nul en moyenne sur les rendements des entreprises acquéreuses, et ce, autant au moment de l'annonce que pendant les trois années suivantes.

2.2.3. Secteur d'activité

Selon les théories de gestion stratégique, la similarité des secteurs d'activités devrait avoir un impact positif sur la valeur des entreprises. Les regroupements de type horizontal permettent de mettre à profit les expertises des dirigeants des entreprises acquéreuses, de dégager des économies d'échelle et d'augmenter la part de marché de la firme. En revanche, les regroupements de type conglomérat favoriseraient l'accès à des capitaux à moindre coût et la réduction des risques d'affaires et financiers. Datta et al. (2006) ne trouvent aucun effet significatif entre le degré de recoupement des activités et le rendement anormal des entreprises impliquées sauf dans le cas des entreprises

acquéreuses qui procèdent à des regroupements horizontaux (1,8 % autour de la date d'annonce).

§3. Comportement institutionnel face à la croissance externe

Après avoir exposé les différentes théories et recherches concernant la présence des investisseurs institutionnels au sein de la gouvernance d'entreprise et les stratégies de croissance externe et la performance des firmes acquéreuses, le rôle et l'influence de ce type d'investisseurs sur ces opérations de croissance externe des entreprises françaises est ainsi étudié.

En effet, la majorité des recherches reconnaissent l'influence directe des investisseurs institutionnels sur la gouvernance d'entreprise, tant en matière de diffusion de l'information que dans la définition d'objectifs élevés de rentabilité.

Charreaux et Desbrières (2001) considèrent que les investisseurs institutionnels diffusent un modèle de gouvernance axé exclusivement sur les intérêts des actionnaires. Les investisseurs institutionnels sont ainsi en mesure d'influencer directement la conduite stratégique de croissance externe des entreprises françaises.

3.1. Le marché des fusions acquisitions français

Le marché des fusions acquisitions en France a connu une période faste depuis plus de trois décennies. La recherche accrue de création de valeur pour l'actionnaire, la mondialisation accélérée de l'économie et l'apparition de la globalisation financière représentent la motivation et l'appui des opérations de fusions acquisitions.

Depuis ce temps que le marché des fusions acquisitions a beaucoup évolué et que les entreprises atteignent des niveaux d'activité culminants, enchaînant la réalisation d'études stratégiques, de plans de développement, de plans de restructuration et de plans de mise en œuvre de l'ensemble, le tout dans l'objectif de répondre aux exigences d'optimisations opérationnelles et de création de valeur de plus en plus forte pour l'actionnaire.

3.1.1. Les vagues de fusions acquisitions

La défaillance de données sur les fusions acquisitions en France, particulièrement avant les années 1980, est très nette par rapport aux pays anglo-saxons, en raison d'un manque de dynamisme du marché français et de l'intérêt plus tardif porté à ce sujet. En ce sens, le recensement systématique et officiel des opérations de fusions acquisitions ne fut effectué en France qu'à partir de 1983, date à partir de laquelle le rapport annuel Deals a commencé à être publié par le Ministère de l'Economie et des Finances. 1992 est la date du recours aux données du magazine fusions acquisitions et les données de ces dernières sont devenues lisibles et accessibles.

Derhy (1995) constate que les opérations de fusions acquisitions recensées sur la période 1959/1992 ont connu une forte croissance en France. Il distingue six grandes vagues :

- ✓ 1959/1965 : frémissement du marché français des fusions acquisitions. Marqué par une légère augmentation du nombre de ces opérations, le marché français évolue grâce au Traité de Rome²¹ et la réduction progressive des droits de douane entre les Etats membres.
- ✓ 1966/1972 : période qui s'est traduite par une très forte accélération du nombre d'opérations de fusions acquisitions, avec une moyenne annuelle de 217 opérations contre 164 pour la période 1959/1965.
- ✓ 1973/1979 : diminution des opérations du type vertical et horizontal au profit des opérations à caractère congloméral à cause des crises pétrolières. Ce qui se traduit par la volonté de bon nombre d'entreprises de se diversifier afin de s'introduire sur de nouveaux marchés en croissance.
- ✓ 1980/1985 : prédominance des opérations du type horizontal et vertical, préférées à celles conglomérales. Ces dernières ont ainsi largement diminué, de nombreuses entreprises ayant privilégié une stratégie de recentrage de leurs activités suite aux diversifications parfois hasardeuses réalisées au cours des années 1960 et 1970.

²¹ Signé le 25/03/1957 à Rome, par l'Allemagne, la France, l'Italie et les trois pays du Benelux : Belgique, Luxembourg et Pays-Bas. Le Traité vise notamment à établir les fondements d'une union sans cesse plus étroite entre les peuples européens.

- ✓ 1986/1992 : explosion spectaculaire du marché des fusions acquisitions en France au niveau du nombre et du montant des opérations. Le nombre d'opérations est cinq fois plus important que celui des périodes précédentes. Par ailleurs, le nombre de transactions transfrontalières a considérablement augmenté, traduisant la volonté des entreprises françaises à rattraper leur retard par rapport à leurs concurrents étrangers et améliorer ainsi leur compétitivité sur le plan international.
- ✓ 1993/2001 : Les opérations de fusions acquisitions de cette période présentent toutefois des différences notables avec les vagues précédentes. Elles ont notamment changé de taille et de nature et se caractérisent par un certain gigantisme, en particulier en termes de montant ; c'est la période des mégafusions.

Par ailleurs, de 2002 à 2007, une nouvelle croissance du marché français et un rebond des opérations de fusions acquisitions sont constatés. On assiste à des phénomènes de mégafusions et des effets de concentrations sectorielles avec une réelle logique industrielle. Tandis qu'à partir de 2008, un retour brutal à l'âge de raison pour le marché français des fusions acquisitions est observé à cause de la crise financière.

3.1.2. La logique des fusions acquisitions

Les opérations de fusion et acquisition font de la taille des entreprises un élément fondamental de leur compétitivité sur le marché. La conquête d'une dimension mondiale, le pouvoir et l'ampleur sur le marché, les économies d'échelle et le renforcement du potentiel d'innovation constituent les facteurs clés du succès d'une entreprise sur des marchés globalisés et fortement concurrentiels. Cependant, deux raisons possibles peuvent expliquer les motivations qui conduisent les entreprises à fusionner ou à racheter leurs concurrentes ; pour les uns, le mouvement actuel s'explique essentiellement par la poursuite de logiques économiques portées par des stratégies industrielles, pour les autres, les fusions acquisitions obéissent plutôt à des logiques financières notamment impulsées par les changements de rapports de forces entre actionnaires et dirigeants.

3.2. Financiarisation et investisseurs institutionnels internationaux

Morin et Rigamonti (2002) estiment que si la présence du capital étranger est importante et sans cesse croissante, c'est surtout celle des investisseurs institutionnels qui modifie fondamentalement les données d'analyse de la structure capitalistique des entreprises françaises. Ainsi, l'organisation du capitalisme français se situe à un tournant majeur. En effet, la structure de propriété bouclée et concentrée évolue et converge vers des structures plus marchandes, proches des modèles anglo-saxons.

3.2.1. Les investisseurs institutionnels internationaux : une nouvelle donnée du capitalisme en France

Selon les estimations, le taux de présence des investisseurs institutionnels dans le capital des entreprises cotées dépasse les 40% de la capitalisation du marché français. Il est cependant difficile de prouver empiriquement, que la présence des investisseurs institutionnels affecte directement les comportements stratégiques des entreprises. Cette difficulté réside d'abord dans le fait que nous sommes en présence de logiques d'influence des comportements des entreprises et non de contrôle de celles-ci. Bourguinat (1998) suggère que les marchés financiers n'ont pas tant à effrayer par les montants que les investisseurs institutionnels investissent que, beaucoup plus, par cette régulation souterraine des avantages acquis qu'ils véhiculent de façon peu voyante mais cependant tout à fait présente. Baudru et Kechidi (1998) soulignent que la seconde difficulté est relative aux stratégies financières différenciées qu'ils mettent en œuvre selon leur nature juridique et les formes de gestion qu'ils mobilisent.

3.2.2. Comportement des investisseurs institutionnels

Comme on l'a déjà vu, la littérature distingue généralement deux types d'investisseurs institutionnels, actifs ou passifs, en fonction de leur degré d'implication dans la gouvernance d'entreprise.

❖ Horizons d'investissement

Les horizons d'investissement des institutionnels constituent une source majeure de différenciation entre eux et conditionnent le type de comportement qu'ils adoptent. Les fonds de pension ont tendance à évaluer leurs décisions d'investissement en tenant compte des opportunités de croissance future des entreprises où ils décident de placer leurs fonds. Une telle stratégie de ces fonds influence leur horizon d'investissement dans une même entreprise.

Par ailleurs, d'autres types d'investisseurs institutionnels, comme les SICAV en France, ayant des obligations fiduciaires à court terme envers leurs souscripteurs, optent généralement pour des décisions d'investissement générant des profits à court terme. Ainsi, toute baisse de performance d'une SICAV à court terme peut susciter un désengagement massif des souscripteurs et provoquer ainsi un problème de liquidité pour cette SICAV qui abaisse encore sa performance.

Ces institutions opteront en général pour un horizon d'investissement inférieur à celui des fonds de pension, et des prises de participation qu'elles peuvent facilement liquider à court terme, et avec le maximum de gain possible. Par conséquent, choisir son horizon d'investissement dans une entreprise, peut déterminer l'orientation passive ou active vis-à-vis de sa gouvernance. Cette assertion reste cependant à prouver compte tenu des résultats empiriques souvent contrastés de la littérature financière.

Chen et al. (2007) montrent que plus les investisseurs institutionnels maintiennent leurs participations dans une entreprise, plus ils améliorent leurs connaissances de la direction et des potentialités futures de cette entreprise, et plus ils ont le privilège d'accéder aux informations privées. Ils ont ainsi plus intérêt à influencer et à contrôler la gestion de la firme.

En ce sens, plus les investisseurs institutionnels choisissent de conserver leurs investissements dans une entreprise, plus ils optent pour une participation effective dans la gestion et adoptent un comportement actif favorisant la réalisation de gains à long terme. L'horizon d'investissement des institutionnels constitue donc une source

d'hétérogénéité de ces acteurs qui s'avère utile pour comprendre leur fonctionnement et impact sur la gouvernance d'entreprise.

❖ Niveau de participation des institutionnels

Les investisseurs institutionnels ont une capacité financière leur permettant de posséder des blocs de contrôle dans le capital des entreprises et d'utiliser le pouvoir que ces blocs procurent. L'importance du pourcentage du capital qu'ils détiennent peut ainsi orienter leur comportement vis-à-vis de la gouvernance d'entreprise. Autrement, un investisseur ayant un portefeuille diversifié, avec des participations minoritaires dans plusieurs firmes n'est pas capable de supporter individuellement les coûts relatifs à la collecte, au traitement de l'information et au contrôle des dirigeants. Khan et al. (2005) prétendent que plus le nombre des investisseurs institutionnels augmente dans une entreprise, plus ils ont des difficultés à se coordonner entre eux du fait de leurs objectifs et mode de gestion différents.

L'accroissement de la dispersion des actionnaires institutionnels dans une même entreprise diminue les bénéfices qu'un investisseur peut recevoir individuellement suite aux actions de contrôle qu'il engage car il supporte seul les coûts de contrôle et partage les bénéfices qui en résultent. Ainsi, la dispersion des investisseurs institutionnels est plutôt associée à un comportement passif de ces derniers, même s'ils sont reconnus pour leur expertise et leur bonne maîtrise des coûts de contrôle quels que soient leurs niveaux de participation dans les structures de propriété des entreprises.

Inversement, dans le cas où un actionnaire institutionnel détient une importante participation dans une même entreprise, ce dernier accorde beaucoup plus d'intérêt au contrôle des dirigeants, aussi bien dans leur gestion courante de l'entreprise, que pour les décisions stratégiques. Shleifer et Vishny (1986) admettent que plus la propriété des titres d'une entreprise est concentrée entre les mains d'un nombre réduit d'investisseurs institutionnels, plus les problèmes associés à la séparation entre la propriété et la gestion ont tendance à se réduire.

Chen et al. (2007) soutiennent l'hypothèse que les actionnaires possédant des proportions élevées du capital d'une entreprise sont capables de contrôler les dirigeants

car les coûts d'agence et de coordination sont relativement faibles compte tenu de l'importance des fonds investis, et de la faible dispersion du capital. Koh (2003) affirme qu'une action collective des investisseurs institutionnels devient moins coûteuse avec une concentration de la propriété entre les mains d'un nombre réduit de ses acteurs.

Néanmoins, la relation entre proportion détenue du capital et activisme des investisseurs institutionnels n'est donc pas garante d'un contrôle efficace des dirigeants. Empiriquement, les études ont concerné principalement l'influence des niveaux de participation des institutionnels sur les décisions stratégiques, et d'autres aspects relatifs à la gouvernance des firmes tels que les rémunérations des dirigeants ou les pratiques de gestion et d'ajustement des résultats.

Les résultats sont assez contrastés car ils sont fortement dépendants de l'environnement, de la périodicité ainsi que des variables utilisées. D'autres vérifications s'avèrent donc nécessaires pour les confirmer.

❖ **La relation liant les institutionnels aux entreprises**

Brickley et al. (1997) attestent que les comportements des investisseurs institutionnels sont tributaires d'une typologie relationnelle. Une distinction des investisseurs institutionnels s'effectue ainsi en fonction de la nature de la relation les liant aux entreprises ; soit une relation d'investissement uniquement, soit une relation d'affaire à côté de la relation d'investissement.

La présence de cette dualité de relations peut limiter tout contrôle de la part des investisseurs institutionnels, ce qui implique un rôle plutôt passif de ces acteurs comme les compagnies d'assurance et les banques. Par contre, l'absence d'une dualité de relations conduit à renforcer le contrôle exercé par les institutionnels qui n'ont, de ce fait, aucune contrainte ni pression pour juger les décisions des dirigeants et exercer leur droit de vote.

Chen et al. (2007) désignent les investisseurs institutionnels ayant uniquement des relations d'investissement avec les firmes de leur portefeuille par les actionnaires indépendants. Ainsi, l'existence d'une unique relation d'investissement favorise un

comportement actif des institutionnels vis-à-vis de la gestion des entreprises en portefeuille.

En conclusion, la gouvernance d'entreprise s'est développée en parallèle avec le développement des marchés financiers à travers la montée en puissance des investisseurs institutionnels. Orléan (1999) expose un objectif très clair des investisseurs institutionnels qui vise à maximiser la richesse des actionnaires en valorisant au maximum le prix de leurs actions et en augmentant les dividendes.

Les investisseurs institutionnels gèrent une portion appréciable et toujours croissante de participation au capital des entreprises françaises ; ce qui leur favorise un activisme croissant à l'égard de la gouvernance d'entreprise leur permettant d'influencer les décisions managériales de croissance externe, d'où leur contribution à modifier le rapport de force existant entre les actionnaires principaux, les actionnaires minoritaires et les dirigeants des entreprises.

Entre autres, le comportement des investisseurs institutionnels à l'égard de la gouvernance et de la gestion des entreprises en général est tributaire de plusieurs facteurs interdépendants. Ainsi et au regard de la littérature sur la théorie de l'agence et la théorie d'enracinement, il apparaît que le rôle de contrôle des investisseurs institutionnels consiste désormais à traiter avec les stratégies de contournement et d'enracinement mises en places par les dirigeants.

Caby et al. (2013) précisent que l'importance des différences de statuts entre actionnaires et dirigeants et les différentes opportunités de valorisation ou de diversification des risques de chacun d'eux favorisent une réaction de protection de la part des dirigeants. L'étude du comportement et du degré d'influence de ces derniers sur la performance des décisions de croissance externe fera l'objet du deuxième chapitre.

**CHAPITRE 2 - Influence du
pouvoir managérial sur la
performance des fusions
acquisitions**

La théorie des organisations s'est intéressée depuis des décennies aux dirigeants et leurs rôles au sein des entreprises. Ces recherches se sont concentrées sur des questions telles que la composition du conseil d'administration, le style de gestion de l'équipe dirigeante, la relation entre le dirigeant et le conseil d'administration et les stratégies appliquées par les dirigeants au sein des entreprises. Cependant un domaine important et primordial pour la gouvernance d'entreprise a reçu peu d'attention, c'est le pouvoir des dirigeants (Mintzberg, 1983).

Child (1972) admet que le pouvoir est fondamental aux choix stratégiques. Il prétend que pour comprendre les choix stratégiques faits par les dirigeants, il faut étudier leur pouvoir. En ce sens, étudier le pouvoir des dirigeants permet de dévoiler l'impact managérial sur les orientations stratégiques des entreprises.

Hambrick et Mason (1984) estiment que l'influence que le dirigeant exerce sur la performance de la firme dépend certes de ses compétences managériales, mais aussi de l'espace discrétionnaire qui lui est alloué. Charreaux (1994), quant à lui, il souligne que les dirigeants prennent leurs décisions en fonction de la pression exercée par les différents mécanismes de contrôle.

Entre autres, les résultats décevants des opérations de croissance externe ont été longuement étudiés par la littérature, Agrawal et al. (2012) suggèrent que les actionnaires souffrent d'un résultat amputé de 10 % sur une période de 5 ans suite à une fusion. Porter (1998) observe que les acquisitions sont souvent revendues ultérieurement avec une perte.

En ce sens, ce chapitre vise à apporter, au niveau de la première section, un éclairage complémentaire sur le rôle des dirigeants au sein de la gouvernance d'entreprise et d'étudier, au niveau de la deuxième section, l'influence du pouvoir managérial sur la performance des décisions stratégiques de croissance externe au sein des entreprises acquéreuses.

Section 1. Le rôle du dirigeant au sein de la gouvernance d'entreprise

Le cycle de vie des entreprises est marqué par des faits qui ont déterminé la réussite ou l'échec de leur conduite et qui sont, la plupart du temps, attribués à leurs dirigeants et leurs stratégies (paragraphe §1). Du point de vue médiatique, la responsabilité des dirigeants paraît sans équivoque pourtant du point de vue académique les avis restent partagés. Meyer et Rowan (1977) postulent que les entreprises subissent des pressions externes mais admettent que le rôle du dirigeant dépasse le travail d'administration de l'entreprise qu'il dirige (paragraphe §2). En revanche, les auteurs estiment que si les dirigeants peuvent avoir une influence significative sur les résultats de l'entreprise, cette influence n'est pas systématique (paragraphe §3).

§1. La relation d'agence conflictuelle

La séparation entre la propriété et le contrôle du management peut conduire à des problèmes d'agence (Jensen et Meckling, 1976 ; Fama, 1980 et Fama et Jensen, 1983). Jensen et Meckling (1976) définissent la relation d'agence comme : « un contrat sous lequel une ou plusieurs personnes (le(s) principal(s)) engage une autre personne (l'agent) pour diriger ses intérêts en son nom et en échange, il lui offre une rémunération. Ce qui implique la délégation de l'autorité de prise de décision à l'agent». Les problèmes d'agence peuvent surgir car le manager n'a pas la totalité des droits résiduels²².

Ainsi, le comportement du manager peut diverger de celui préféré par les détenteurs des « droits résiduels ». Par exemple, Jensen et Meckling (1976) démontrent que les problèmes d'agence peuvent aboutir à une « surconsommation » des bénéfices non pécuniaires du point de vue du détenteur des droits résiduels. En effet, le « principal » (le mandant) s'attend à ce que le « mandataire » (l'agent) agisse de manière à maximiser sa fonction d'utilité. De son côté, le mandataire s'engage à agir dans ce sens. La théorie de l'agence se fonde sur l'existence de cette opposition. En plus des conflits entre actionnaires et dirigeants (1.1.), Jensen et Meckling (1976) étudient ceux entre actionnaires et créanciers (1.2.).

²² *Residual Claims.*

1.1. Les conflits entre actionnaires et dirigeants

Jensen et Meckling (1976) postulent que les conflits entre actionnaires et dirigeants naissent du fait que ces derniers auxquels est délégué le pouvoir, adoptent un comportement opportuniste visant à maximiser leur propre fonction d'utilité au détriment de celle des actionnaires. Il convient alors de mettre l'accent sur ces conflits (1.1.1.) et d'étudier, par la même, les coûts d'agence engendrés (1.1.2.).

1.1.1. Les sources de conflits entre actionnaires et dirigeants

Les conflits entre actionnaires et dirigeants peuvent être expliqués par la divergence d'intérêt d'une part et par l'asymétrie d'information d'autre part. Par ailleurs, la divergence d'intérêt est généralement expliquée par trois motifs :

Le degré d'aversion au risque du dirigeant est différent de celui des actionnaires. Ainsi Smith et Jensen (2000) définissent les managers comme des individus sujets à l'aversion de risque qui investissent dans des actifs spécifiques à la firme même si leur performance est faible. Les actionnaires par contre, désirent les projets les plus risqués puisqu'ils peuvent diversifier ce risque avec une rentabilité supérieure.

La deuxième source de conflit trouve son origine dans les divergences d'horizon. Les dirigeants élaborent des stratégies en fonction de leur durée de présence probable à la direction de l'entreprise, par contre les actionnaires préfèrent le long terme afin de pouvoir valoriser l'entreprise.

La troisième source de conflit est due aux avantages en nature accordés aux dirigeants d'une façon exagérée. En effet les dirigeants cherchent souvent à maximiser leur propre utilité sans répondre aux attentes des actionnaires.

Quant à l'asymétrie d'information, elle est due au fait que les dirigeants disposent d'une meilleure information que les actionnaires en ce qui concerne le management de l'entreprise ce qui leur permet d'orienter partiellement la gestion de l'entreprise en fonction de leur propre intérêt. Ajoutant que dans un univers incertain, les efforts

déployés par les dirigeants ne sont pas observables ce qui rend leur contrôle par les actionnaires impossible.

1.1.2. Les conséquences de conflits

Comme précédemment établi, il est impossible d'assurer à coût nul que l'agent prendra des décisions optimales du point de vue du principal. Jensen et Meckling (1976) distinguent trois types de coûts :

Les coûts de surveillance supportés par le principal pour limiter le comportement opportuniste de l'agent et les coûts d'incitation (systèmes d'intéressement) engagés par le principal pour orienter le comportement de l'agent.

Les coûts d'obligation ou coûts d'engagement que l'agent peut avoir lui-même encourus pour mettre le principal en confiance (coût de motivation), « Les coûts d'engagement résultent de la rédaction par la firme de rapports financiers et de la réalisation d'audits par des experts extérieurs à la firme » Gabrié et Jacquier (1994).

Le coût d'opportunité, dénommé « perte résiduelle », qui s'assimile à la perte d'utilité subie par le principal par suite d'une divergence d'intérêt avec l'agent. Ainsi, malgré le contrôle et l'engagement, il subsistera toujours une certaine divergence entre les décisions prises par l'agent et celles qui maximiseraient le bien-être du principal.

1.2. Les conflits entre actionnaires et créanciers

Outre la relation existante entre actionnaires et dirigeants, Jensen et Meckling (1976) montrent que créanciers et actionnaires sont engagés dans une relation d'agence spécifique qui traduit pour les créanciers le risque de ne pas être remboursés à l'échéance. En effet, les actionnaires, cherchant naturellement la maximisation de leur propre richesse, profitent de leur autonomie de gestion des fonds propres confiés par les créanciers pour s'approprier d'une richesse détournée pour leur intérêt particulier au détriment de ces derniers.

Cette relation d'agence permettra de mettre en relief les deux problèmes fondamentaux qui lui sont attachés et qui constituent les principales sources de conflit et de coût d'agence, à savoir la substitution des actifs (1.2.1) et le sous-investissement (1.2.2.).

1.2.1. Le risque de substitution d'actifs

Le problème de substitution d'actifs est soulevé aussi bien par Jensen et Meckling (1976) que par Myers (1977) qui voient en l'existence des créanciers et des dettes la possibilité pour le dirigeant actionnaire de modifier sa politique d'investissement par le fait que les actifs à forte variance (les plus risqués) soient substitués à des actifs de plus faible variance (moins risqués).

En effet, il est évident que les créanciers se basent sur un certain niveau de risque prédéterminé pour décider l'octroi des fonds ainsi que pour évaluer le prix des dettes. En supposant que le dirigeant agit d'une manière opportuniste dans l'intérêt des actionnaires et qu'il dispose d'une grande liberté de gestion des fonds apportés par les créanciers, il peut, une fois le financement obtenu, modifier la politique d'investissement de l'entreprise en investissant les fonds empruntés dans des actifs plus risqués que ceux déjà en place. L'accroissement du risque en résultant doit en effet provoquer une hausse de la rentabilité des actions. Ainsi, les actionnaires bénéficieront du supplément de richesse sans que leurs engagements s'accroissent.

Par contre, les créanciers sont pénalisés car leurs espérances de rémunération diminuent en raison de l'augmentation de la probabilité de faillite. Cette attitude va engendrer des coûts d'agence élevés, qui sont d'autant plus importants que les actifs se prêtent au risque de substitution c'est à dire qu'ils ne permettent pas aux créanciers de contrôler les dirigeants.

1.2.2. Le problème de sous-investissement

Myers (1977) met en évidence un autre type de conflits, à savoir le sous-investissement ou le caractère sous-optimal de la politique d'investissement de l'entreprise. En effet, le dirigeant agissant pour le compte des actionnaires, peut ne pas être amené à s'engager dans des investissements, même très rentables ; car d'une part, il entraîne un

accroissement de la valeur de la dette plutôt que des fonds propres et d'autre part, il attribue aux créanciers la priorité d'intervenir dans la structure des projets d'investissement de l'entreprise, d'où la diminution de la valeur globale de la firme.

Conformément à l'hypothèse comportementale des rationalités des individus, les créanciers anticipent ce comportement opportuniste des actionnaires et agissent en conséquence pour limiter cette attitude. Finalement d'importants coûts d'agence en découlent. Afin de lutter contre ces déviations et ces différents coûts d'agence, la gouvernance d'entreprise met en jeu des leviers d'alignement du comportement des dirigeants.

§2. Mécanismes disciplinaires de la gouvernance d'entreprise

L'ensemble des théories de la gouvernance d'entreprise s'inscrit dans la perspective de l'efficacité (Charreaux, 2004). Les recherches sur ce thème sont généralement centrées sur l'étude des mécanismes disciplinaires susceptibles d'améliorer l'efficacité de l'entreprise à travers la création et l'optimisation de la valeur assurant la pérennité de la firme (Zoukous, 2006). Au sein des théories de la gouvernance, le courant disciplinaire est ainsi scindé en deux mécanismes, l'un interne (2.1.) et l'autre externe (2.2.).

2.1. Les mécanismes internes

La mise en place des mécanismes internes de gouvernance peut être comprise à travers leur capacité à contraindre et/ou à inciter le dirigeant à adopter un comportement plus conforme aux intérêts des actionnaires. Ces mécanismes internes recouvrent le conseil d'administration (2.1.1.), le contrôle direct exercé par les actionnaires (2.1.2.) et la surveillance mutuelle entre les dirigeants (2.1.3.).

2.1.1. Le conseil d'administration

Le conseil d'administration joue un rôle fondamental dans le processus de gouvernance d'entreprise. Il assume la responsabilité de surveiller les dirigeants et d'évaluer leurs performances, fixe les rémunérations des cadres de la firme, présente ses conseils aux dirigeants sans s'immiscer dans la gestion quotidienne de l'entreprise et fixe les

objectifs à long terme. Fama et Jensen (1983) suggèrent que le conseil d'administration a pour mission principale de résoudre les conflits d'agence qui surgissent entre les actionnaires et les dirigeants en défendant les intérêts des premiers et en limitant le pouvoir discrétionnaire des derniers²³. Ces deux auteurs estiment que le conseil d'administration doit répondre à certaines caractéristiques d'indépendance, de taille et de structure administrative afin d'accomplir son rôle de contrôle avec efficacité.

✓ **Le degré d'indépendance du conseil d'administration**

Le degré d'indépendance du conseil d'administration est la première caractéristique structurelle susceptible d'influencer l'efficacité du contrôle disciplinaire exercée par le conseil d'administration sur les dirigeants. John et Senbet (1998) soulignent qu'il est communément admis que le degré d'indépendance d'un conseil d'administration est étroitement lié à sa composition.

Fama et Jensen (1983) considèrent que l'existence d'administrateurs indépendants augmente la viabilité du conseil d'administration et réduit la probabilité de collusion pour l'expropriation de la richesse des actionnaires par les dirigeants.

Short et al. (1999) notent que les administrateurs indépendants assurent les missions de conseillers stratégiques et de contrôleurs pour les dirigeants de l'entreprise. Les motivations à contrôler les dirigeants par les administrateurs indépendants s'expliquent par le besoin de ces derniers de maintenir leur réputation sur le marché de travail afin d'obtenir d'autres mandats d'administrateurs.

✓ **La taille du conseil d'administration**

Jensen (1993) suppose que l'efficacité du conseil d'administration dépend de sa taille, il évalue le nombre optimal d'administrateurs à huit. Il note que la petite taille des conseils peut aider à améliorer leur fonctionnement, alors que les conseils de grande taille sont facilement contrôlables par le dirigeant.

²³ Fama et Jensen (1983) affirment que « *The board is not an effective device for decision control unless it limits the decision discretion of individual top managers* ».

En effet, la taille du conseil d'administration constitue un terrain favorable à l'instauration du climat conflictuel et peu propice à l'implication du conseil d'administration dans les décisions, laissant donc une marge de manœuvre plus importante au dirigeant. Il en résulte des conseils fragmentés qui ont du mal à fonctionner efficacement et qui entrent plus facilement sous la coupe des PDG.

L'étude de Yermack (1996) révèle que les conseils de grande taille peuvent cacher des mécanismes d'enracinement. Par conséquent, la probabilité de rencontrer des conseils d'administrations de grande taille dans les entreprises devrait être d'autant plus importante que la domination du dirigeant au conseil soit accentuée²⁴.

✓ **La structure administrative interne du conseil d'administration**

John et Senbet (1998) soulignent que l'efficacité du conseil d'administration peut également être affectée par une troisième caractéristique, c'est sa structure administrative interne. Klein (1995) estime l'existence de deux types de commissions spéciales au sein du conseil d'administration assurant son efficacité. Des commissions orientées vers l'amélioration de la productivité (*Productivity-oriented commission*) qui encouragent, évaluent et ratifient les décisions d'investissement à long terme, c'est le conseil de surveillance composé d'administrateurs internes ; et des commissions orientées vers le contrôle des dirigeants (*monitoring-oriented commission*), c'est le conseil de direction qui doit privilégier les administrateurs externes.

2.1.2. L'activisme des actionnaires

Depuis le milieu des années 1980, des centaines d'entreprises américaines ont reçu des propositions formulées par des actionnaires et soumises au vote lors des assemblées générales. Ces propositions concernent en général les régies qui gouvernent les relations entre les actionnaires, les membres du conseil d'administration et les dirigeants.

Karpoff et al. (1996) protestent que les propositions formulées par les actionnaires se sont développées aux Etats-Unis au moment où les mécanismes de contrôle externe

²⁴ Hermalin et Weisbach (1988) notent qu'une durée de fonction élevée peut être synonyme d'enracinement et conduire à un plus grand pouvoir du dirigeant. Un dirigeant bien établi est en mesure de contrôler les nominations d'administrateurs.

connaissaient un certain déclin. Dans ces conditions, l'activisme des actionnaires peut être vu comme un mécanisme direct sur les dirigeants. En incitant les dirigeants à mener des politiques qui maximisent la valeur des actions, l'activisme des actionnaires contribuerait à réduire les problèmes d'agence et améliorerait, à terme, la performance des entreprises.

Ainsi, le contrôle direct des actionnaires peut avoir un impact positif sur l'exécution de la gestion quotidienne de l'entreprise par le dirigeant. En effet, les propositions formulées par les actionnaires encouragent les dirigeants à mener des politiques qui améliorent la performance de l'entreprise (Gordon, 1993). Black (1992) suggère, quant à lui, que les initiatives prises par les actionnaires présentent des avantages par rapport aux mécanismes de contrôle externe dans la mesure où elles permettent d'influencer la politique des dirigeants en engendrant moins de rancœur et en créant moins de coûts.

Empiriquement, ces hypothèses sont partiellement confirmées, c'est le cas selon Wahal (1996) des actionnaires qui font pression sur les entreprises pour qu'elles modifient leur organisation, sans pour autant recourir à la formulation des propositions soumises au vote.

2.1.3. La surveillance mutuelle entre dirigeants

Un troisième mécanisme interne de contrôle des dirigeants réside dans la surveillance mutuelle (Fama (1980)) qui est censée s'exercer entre les principaux dirigeants dans la mesure où d'une part, leur capital réputationnel est en jeu et/ou d'autre part, il y a de façon implicite concurrence pour l'accession au poste suprême.

L'efficacité de ce système est à priori liée au fonctionnement du marché des dirigeants et à leur mode de nomination. Charreaux (1997) explique que l'effet réputationnel ne peut véritablement jouer que s'il existe un véritable marché des dirigeants, ce qui ne semble pas être le cas dans la plupart des pays émergents et même développés, à l'exception des pays anglo-saxons où le mécanisme de surveillance mutuelle entre dirigeants est censé jouer un rôle favorable à la préservation des intérêts des actionnaires.

Par ailleurs, le mécanisme de tournoi semble également peu illustratif du mode de nomination au poste de président. Ce poste est rarement attribué à un dirigeant issu de l'entreprise, le plus souvent, le président, non seulement n'est pas issu de la hiérarchie interne, mais doit sa nomination, au moins en partie, à des critères politiques (pour l'entreprise publique et les entreprises privées où l'Etat est majoritaire) et pour avoir fait une partie importante de sa carrière dans l'administration. Une telle situation, désincitative, ne contribue pas à instaurer un mécanisme de contrôle par surveillance mutuelle entre dirigeants.

2.2. Les mécanismes externes

En plus des mécanismes internes de contrôle, le système de gouvernance d'entreprise recouvre un ensemble de mécanismes externes de contrôle ayant pour objet de discipliner les dirigeants et de réduire les coûts d'agence. Ces mécanismes externes regroupent le marché de fusions acquisitions (2.2.1.), le marché des dirigeants (2.2.2.) et le marché des biens et services (2.2.3.).

2.2.1. Le marché de fusions acquisitions

Le marché de fusions acquisitions est, au même titre que le conseil d'administration, un mécanisme qui permet de contrôler les dirigeants des entreprises. Il voit dans ce mécanisme de contrôle externe une « cour de dernier ressort » (*court of last resort*) qui permet de remplacer les dirigeants peu performants (Jensen, 1986).

✓ Les interactions entre le conseil d'administration et le marché de fusions acquisitions

Une partie de la littérature sur la gouvernance d'entreprise est intéressée aux interactions qui existent entre les mécanismes de contrôle interne (conseil d'administration) et les mécanismes de contrôle externe (marché de fusions acquisitions). La plupart des recherches se sont focalisées autour de deux questions majeures. La première concerne « l'hypothèse de substitution » (*substitute hypothesis*).

Il s'agit ici de déterminer si le conseil d'administration et le marché des fusions et acquisitions sont des mécanismes de contrôle substituables. La seconde concerne le contrôle du conseil d'administration lui-même et peut être formulée ainsi : « *Who monitors the monitor?* ». Il s'agit dans ce cas de savoir si le contrôle exercé par le marché de fusions acquisitions s'étend au-delà des dirigeants pour concerner l'ensemble du conseil d'administration.

✓ **L'hypothèse de substitution**

Fama et Jensen (1983) et Williamson (1983) formulent l'hypothèse de substitution de la façon suivante : quand le marché de fusions acquisitions est défaillant, les mécanismes internes de contrôle jouent un rôle important. Le conseil d'administration a donc tendance à être dominé par des administrateurs externes (*outsiders – dominated*). Tandis que lorsque le marché de fusions acquisitions est actif, l'hypothèse de substitution suggère qu'un fort contrôle interne n'est pas nécessaire.

Le conseil d'administration a donc tendance à être dominé par des administrateurs internes (*insiders – dominated*). Selon l'hypothèse de substitution, la fonction de contrôle exercée par le conseil d'administration est donc plus développée dans les entreprises présentes sur des marchés où les opérations de fusions acquisitions sont rares.

Jensen (1986) repose que le marché de fusions acquisitions fournit une source de contrôle externe qui se substitue au contrôle interne exercé par les administrateurs externes. Quand le conseil d'administration est dominé par des *insiders*, le contrôle interne exercé par les *outsiders* est très probablement moins efficace. Dans ce cas les fusions acquisitions jouent un rôle important dans le contrôle des dirigeants. En revanche, quand le conseil d'administration est dominé par des *outsiders*, le contrôle interne est supposé plus efficace. Dans une telle situation, les opérations fusions acquisitions ne jouent probablement pas un rôle central dans le contrôle des dirigeants.

Ainsi, il peut y avoir un effet de substitution entre le conseil d'administration et les fusions acquisitions dans le contrôle des dirigeants, mais qu'en est-il alors pour le mécanisme de contrôle du conseil d'administration lui-même ?

✓ **Le contrôle du conseil d'administration lui-même**

Hirshleifer et Thakor (1992) admettent que le marché de fusions acquisitions a une double fonction, il apparaît d'une part comme un substitut au conseil d'administration dans le contrôle des dirigeants et d'autre part comme une menace pour le conseil d'administration lui-même.

Au cas où la fusion et acquisition est de nature disciplinaire, c'est à dire qu'elle entraîne un remplacement du dirigeant, la firme acquéreuse considère évidemment que le conseil d'administration s'est montré inefficace dans le contrôle de ce dernier. Ce qui aboutit à la restructuration du conseil d'administration dans son ensemble.

✓ **Les limites du marché de fusions acquisitions**

Bien que ce mécanisme de fusions acquisitions permettant, grâce au transfert du contrôle, d'éliminer les firmes mal gérées et de révoquer les dirigeants incompetents, apparaît efficace, il rencontre un certain nombre de difficultés telles que :

L'impossibilité de maintenir secrète une opération d'OPA ; il est aussi coûteux d'entreprendre les recherches nécessaires pour déterminer quelles sont les entreprises peu performantes.

La nature cyclique du marché des OPA (par exemple en cas de récession ou lorsqu'il est difficile d'obtenir des financements), et par conséquent la menace qu'une offre publique perd sa crédibilité.

Le problème du « passage clandestin » qui réside dans le fait que les actionnaires minoritaires anticipent une augmentation de la valeur de leurs titres sous la nouvelle direction et ne vendent leurs actions que si le prix proposé est supérieur à cette valeur anticipée.

2.2.2. Le marché des dirigeants

Le marché des dirigeants est classé parmi les mécanismes les plus importants de contrôle des managers. En effet, le rôle que joue ce marché dans la résolution des conflits entre actionnaires et dirigeants est considéré comme efficace surtout lorsque la rémunération de ces derniers est proportionnelle à la rentabilité de l'entreprise.

Fama (1980) montre que la négociation de la rémunération du dirigeant mesurée par son produit managérial est fonction de ses performances passées et des variations qui ont pu être enregistrées dans le passé entre les anticipations qui s'étaient développées sur lui et les réalisations. Il ajoute que lorsqu'ils sont rémunérés selon leurs produits managériaux, les dirigeants vont chercher à maximiser non seulement leur propre fonction d'utilité, mais également celle des actionnaires. Ainsi, le marché des dirigeants intervient de manière indirecte dans la régulation des conflits en révélant, dans une large proportion, la réputation des dirigeants dont les plus compétents seront les plus sollicités et de surcroît les mieux rémunérés.

En revanche, Charreaux (1997) postule que la concurrence sur le marché des dirigeants est souvent invoquée comme mécanisme disciplinaire et de contrôle. A priori, un marché concurrentiel des dirigeants devrait permettre d'orienter les dirigeants les plus efficaces vers les entreprises les plus performantes.

Alors qu'une telle allocation pour qu'elle se réalise suppose d'une part, que l'évaluation du capital managérial puisse se faire de façon satisfaisante et que d'autre part, les dirigeants les plus compétents, c'est à dire les plus aptes à créer de la valeur pour les actionnaires, aient intérêt à être recrutés par les firmes les plus performantes. Or, de nombreux obstacles s'opposent à un tel fonctionnement puisque l'évaluation de la performance managériale est complexe et dépend de nombreux facteurs hors du contrôle du dirigeant. Ce qui mène à conclure que le marché des dirigeants semble étroit et segmenté et la compétence acquise dans un secteur déterminé ou dans une entreprise, n'est pas nécessairement transposable en raison de sa spécificité.

2.2.3. Le marché des biens et services

La concurrence sur un marché comme celui des biens et services, qui est en perpétuel développement telle que la globalisation et les stratégies d'ouverture des pays, incite les managers à optimiser leur gestion. En effet, une mauvaise gestion engendre des coûts élevés et par conséquent les entreprises deviennent moins compétitives ; ce qui peut entraîner par la suite leur disparition au profit des autres firmes concurrentes. Pour éviter ce risque, les dirigeants doivent diminuer leur enracinement et œuvrer à l'amélioration du bien être de l'entreprise. Ainsi le marché des biens et services participe à la discipline des dirigeants, cependant cette discipline est souvent peu efficace ; Jensen (1994) souligne que lorsque la discipline du marché des biens et services prend effet, il est souvent trop tard pour sauver l'entreprise concernée.

Enfin, en plus des mécanismes internes de contrôle, les mécanismes externes permettent, en quelque sorte, de minimiser les coûts d'agence et de contraindre les dirigeants à s'aligner aux intérêts des actionnaires sans pour autant que les coûts comportementaux soient pris en compte.

§3. La nouvelle fondation de la gouvernance d'entreprise

Le débat sur la gouvernance d'entreprise a fait l'objet d'un intérêt renouvelé après les nombreux scandales financiers qui ont frappé les grandes entreprises cotées, et généré une crise de confiance ayant conduit à un profond questionnement sur les pouvoirs et autres avantages dévolus aux dirigeants de ces entreprises.

Zoukhoua (2006) admet que l'ensemble des études sur la gouvernance est dominé par l'approche disciplinaire. Cette dernière est constituée des théories actionnariale et partenariale de la gouvernance, pour lesquelles la création de valeur passe par la discipline du dirigeant. Parallèlement à celles-ci, la littérature fait émerger une troisième théorie appelée théorie cognitive de la gouvernance (3.1.). Cette théorie se fonde, dans son processus de création de valeur, sur la capacité des structures à déceler de nouveaux problèmes tels que l'enracinement des dirigeants (3.2.) et à y apporter les réponses adéquates (3.3.).

3.1. L'approche cognitive des entreprises

Charreaux (1992) argumente que la prise en compte explicite des stratégies personnelles et du comportement des dirigeants, associée aux hypothèses d'enracinement et de maximisation des rentes managériales permettent d'éclairer les questions du gouvernement des entreprises et du contrôle des dirigeants sur trois aspects particulièrement fondamentaux :

- ✓ La perspective adoptée pour appréhender le système de gouvernance d'entreprise et ses différentes composantes.
- ✓ La réflexion qui semble devoir s'imposer sur l'efficacité du système de gouvernement et qui conduit à s'interroger sur le degré de latitude optimale dont doivent disposer les dirigeants.
- ✓ La construction d'une théorie explicative des évolutions du système de gouvernement des entreprises.

3.1.1. Stratégies personnelles des dirigeants

L'intégration des stratégies comportementales des dirigeants a permis l'abandon de la version réductrice du système de gouvernance d'entreprise. En effet, les analyses ne se limitent plus aux seules relations entre actionnaires et dirigeants, mais se généralisent pour intégrer l'ensemble des parties prenantes. En conséquence, le dispositif du gouvernement des entreprises s'élargit pour contenir, au-delà des mécanismes traditionnels, des éléments internes à la firme tels que la structure formelle, les réseaux de confiance ou la culture d'entreprise, en plus des éléments externes liés notamment au contexte institutionnel constitué, selon la définition de North (1994), par les règles formelles (les règles politiques, judiciaires, économiques et les contrats explicites) ainsi que les contraintes informelles (les normes de comportement, les conventions et les codes de conduite auto-imposés).

En ce qui concerne le fonctionnement des systèmes de gouvernance d'entreprise, les interrogations ont commencé à recevoir des réponses très partielles, concernant des

aspects particuliers, comme par exemple l'interaction entre les rôles respectifs du conseil d'administration et les prises de contrôle. Cependant, la compréhension de la formation de l'espace discrétionnaire des dirigeants et de leur stratégie personnelle à l'intérieur du système de gouvernance nécessite une analyse beaucoup plus large, visant notamment à préciser les liens qui unissent les composantes formelles et informelles du système de gouvernance.

Ces analyses passent nécessairement par le développement des approches comportementales s'inspirant des domaines de la psychologie et de la sociologie. Le comportement est donc un élément essentiel dans la compréhension des stratégies personnelles et de l'espace discrétionnaire optimal des dirigeants.

3.1.2. Espace discrétionnaire optimal des dirigeants

Un système de gouvernance est d'autant plus efficace qu'il permet de maximiser la création de valeur tout en évitant la spoliation d'une catégorie de parties prenantes. Ainsi, la question posée sera celle de l'arbitrage entre la réduction des risques de spoliation et les inconvénients associés à la limitation de la latitude discrétionnaire des dirigeants, qui naissent des contraintes portant sur leurs possibilités d'actions stratégiques.

La notion d'espace discrétionnaire reste à préciser tant que les dirigeants prennent leurs décisions non pas en fonction de la latitude discrétionnaire réelle dont ils disposent, mais de celle qu'ils perçoivent (Charreaux, 1992). Il est fréquent d'entendre des dirigeants prétendre que la législation ou la culture nationale est particulièrement contraignante et paralysante, comparativement à celles d'autres nations, alors qu'un examen attentif de la réalité révèle parfois un résultat inverse.

Ces écarts entre perception et réalité, qui sont liés au caractère limité de la rationalité, posent le problème de l'identification des modèles mentaux qu'utilisent les dirigeants, tant pour interpréter leur environnement que pour représenter le système de gouvernement au sein duquel ils évoluent et prennent leurs décisions. Pour comprendre les décisions en incertitude, Denzau et North (1994) estiment qu'il est nécessaire de pouvoir appréhender les liens entre les modèles mentaux des individus, les idéologies

qui sont issues de ces modèles et les institutions sociales permettant de régir les relations interpersonnelles²⁵.

Charreaux (1992) suggère que l'étude de la relation entre le système de gouvernement des entreprises et la latitude discrétionnaire semble donc passer par la compréhension préalable des modèles mentaux des dirigeants. Ce n'est que dans cette mesure que l'incidence de la latitude discrétionnaire sur la performance pourra véritablement être comprise et la pertinence d'une éventuelle réforme du système de gouvernance d'entreprise, ou de certains de ses mécanismes sera appréciée.

3.1.3. L'évolution des systèmes de gouvernance

Charreaux (1997) stipule que dans une perspective évolutionniste du système de gouvernement des entreprises, les entrepreneurs, qu'ils soient dirigeants ou représentants des différentes parties prenantes, font leurs efforts dans le but d'évoluer en leur faveur les règles du jeu, qu'elles présentent un caractère formel ou non.

Entre autres, la théorie financière suppose l'ensemble des opportunités d'investissement comme données à la façon d'un menu dans lequel le dirigeant n'aurait qu'à choisir (Wirtz, 2006). Dans cette optique, le rôle de la gouvernance est donc purement disciplinaire puisqu'il consiste à contraindre le dirigeant à faire le meilleur choix, alors que la nature optimale de ce choix pourrait être connue par l'ensemble des acteurs s'ils sont à même d'accéder à l'information pertinente. Or, les opportunités d'investissement dépendent non seulement des informations pertinentes, mais de l'ensemble des connaissances managériales spécifiques au dirigeant. D'où la nécessité d'une analyse de l'approche cognitive de la firme qui conduit à reconsidérer le rôle de la gouvernance en permettant l'identification et la mise en œuvre des investissements rentables.

²⁵ Selon Denzau et North (1993), les modèles mentaux sont les représentations créées par les systèmes cognitifs individuels pour interpréter l'environnement. Une idéologie est un cadre commun de modèles mentaux partagé par un groupe d'individus qui fournit simultanément une interprétation de l'environnement et un guide normatif pour structurer cet environnement. Enfin, les institutions sont les mécanismes externes (par rapport à l'esprit individuel) créés pour structurer et ordonner l'environnement.

3.1.4. L'approche cognitive de la firme

A l'instar des théories disciplinaires, les théories cognitives, comme leur nom l'indique, accordent une importance primordiale à la création interne de connaissances, issues de l'apprentissage organisationnel, ainsi que des phénomènes de vision et d'attention. Prahalad (1998) admet que la clé de la performance se situe davantage dans l'aptitude managériale à imaginer et percevoir de nouvelles opportunités que dans sa capacité à restructurer les processus actuels ou à reconfigurer le portefeuille d'activités en réponse aux évolutions de l'environnement.

La construction d'une opportunité d'investissement inédite, par exemple grâce à l'innovation technologique, ne dépend pas uniquement d'informations, mais également de la connaissance spécifique et souvent tacite de ses concepteurs (Wirtz, 2006). Ainsi, Fransman (1994) admet que, contrairement à l'information, en principe transmissible à des tiers, la connaissance, en tant que construit mental ou structure cognitive, est un concept très subjectif et dépend largement de la trajectoire spécifique de son détenteur.

Le potentiel d'asymétrie de connaissances entre un dirigeant et ses actionnaires est évoqué dans le cas où l'innovation joue un rôle important dans l'entreprise. Cette asymétrie de connaissances est alors susceptible de faire surgir des conflits d'une toute autre nature que les conflits d'agence managériaux. Là où ces derniers s'expliquent par des intérêts objectivement divergents, les conflits cognitifs proviennent d'une incompréhension mutuelle due à des représentations subjectives divergentes de l'ensemble des opportunités ouvertes à l'entreprise.

Jensen et Meckling (1976) distinguent trois types de coûts d'agence, à savoir les coûts de surveillance, de dédouanement et les pertes résiduelles. A l'instar de ces coûts d'agence managériaux traditionnels, Wirtz (2006) constitue trois catégories de coûts d'agence cognitifs :

- ✓ Les coûts de *mentoring* (faisant écho aux coûts de surveillance) sont engagés dans le but de rapprocher les structures cognitives des dirigeants de celles des autres parties prenantes.

- ✓ Les coûts de conviction (faisant écho aux coûts de dédouanement) sont engagés dans le but de rapprocher les structures cognitives des autres parties prenantes de celles du dirigeant dans le sens de faire comprendre l'intérêt intrinsèque d'un projet inédit et, donc, méconnu.
- ✓ Le coût cognitif résiduel est lié à la part d'incompréhension qui subsiste.

3.2. La théorie d'enracinement des dirigeants

La théorie organisationnelle a mis en lumière les conflits d'intérêt pouvant exister entre les différentes parties prenantes de l'entreprise. En particulier, elle a étudié la relation actionnaires dirigeants qui est décrite comme conflictuelle vu que chacune des deux parties peut diverger en objectifs personnels. Ces théories supposent que le dirigeant a un comportement passif. Par contre, et malgré qu'elle découle de ces théories, la théorie de l'enracinement suppose que les dirigeants admettent un comportement actif.

Hill et Jones (1992) supposent que cette théorie essaie de montrer comment des acteurs ou des modes organisationnels qui ne sont pas efficaces continuent d'exister sur des marchés supposés concurrentiels. Alexandre et Paquerot (2000) admettent que la théorie d'enracinement explique également comment des mécanismes supposés renforcer l'efficacité des organisations peuvent être utilisés par les acteurs pour s'enraciner dans leurs fonctions.

3.2.1. Les stratégies d'enracinement

Pour définir l'enracinement des dirigeants, Alexandre et Paquerot (2000) adoptent que ceux-ci ont «...pour objectif d'accroître leur espace discrétionnaire en utilisant les moyens à leur disposition, c'est-à-dire leur capital humain mais également les actifs de l'entreprise, pour neutraliser les systèmes de contrôle et accroître la dépendance de l'ensemble des partenaires de la firme envers les ressources qu'ils contrôlent (capital humain spécifique, asymétrie d'information)...». Pichard-Stamford (2000) admet que l'enracinement peut se fonder sur le conseil d'administration à travers l'indépendance de ses membres. Morck et al. (2012), quant à eux, ils prétendent que les investissements spécifiques sont source des stratégies

d'enracinement des dirigeants. Caby et al. (2013) admettent que les mesures anti-OPA qu'utilisent les dirigeants peuvent expliquer les stratégies d'enracinement.

Ainsi, les stratégies d'enracinement des dirigeants sont multiformes, la littérature en distingue cinq styles majeurs : les investissements spécifiques aux dirigeants, l'asymétrie d'information, les réseaux relationnels, le conseil d'administration et la politique de financement.

❖ **Les investissements spécifiques aux dirigeants**

Shleifer et Vishny (1989) affirment que la notion d'investissements spécifiques rend coûteux le remplacement des dirigeants. En effet, ces derniers peuvent réduire leur probabilité d'être remplacés et obtenir des salaires plus élevés ou une plus grande latitude dans la gestion de la firme en optant aux investissements spécifiques. Cette spécificité est matérialisée par la complémentarité des investissements avec le capital humain des dirigeants. Ainsi, les mécanismes de contrôle tels que le conseil d'administration, le marché des dirigeants et les OPA hostiles sont relativement inefficaces. Paquerot (1997) défend l'idée que le dirigeant réalise des investissements spécifiques ou opportunistes pour modifier son environnement et pour transformer ses relations de pouvoir avec les actionnaires de l'entreprise.

Par ailleurs, la théorie d'enracinement des dirigeants suppose que les investisseurs institutionnels sont plus sensibles aux variations de la performance de l'entreprise que les autres actionnaires tant qu'ils sont dans l'obligation de minimiser les risques de leurs investissements face à leurs actionnaires. Conscients de cette situation, les dirigeants enracinés savent que ces investisseurs n'ont pas d'autres alternatives que de les soutenir en cas de conflit avec les autres actionnaires pour éviter les effondrements de la rentabilité des entreprises. Ces chutes ne manqueraient pas de se produire en cas de disparition du capital humain nécessaire à la gestion des actifs spécifiques de la firme.

❖ **Asymétrie d'information**

L'information est une source importante de pouvoir pour les dirigeants, sa manipulation peut leur représenter une stratégie privilégiée d'enracinement. Les dirigeants peuvent profiter de leur avantage informationnel pour accroître la dépendance des parties prenantes de l'entreprise. Ainsi, la manipulation de l'information permet aux dirigeants d'accroître leur latitude discrétionnaire de façon à s'approprier le maximum de rentes en évitant d'être révoqués. Paquerot (1997) observe que les dirigeants cherchent à rendre l'information d'une appréhension complexe en investissant dans des activités caractérisées par une asymétrie d'information plus importante telle que les investissements en Recherche et Développement pour favoriser la croissance de l'entreprise, ce qui rend difficile leur contrôle et leur évaluation.

La manipulation de l'information par le dirigeant peut parvenir en trois manières ; soit que les dirigeants améliorent les indicateurs de performance à court terme en créant des biais d'observabilité ce qui correspond à un management myope ; soit qu'ils se hâtent à divulguer les nouvelles favorables et retardent la divulgation des informations défavorables ; ou bien ils imitent les dirigeants les mieux réputés sur le marché et se différencient des moins performants (Hirshleifer, 1993).

En ce sens et en tant que mécanisme de gouvernance interne, les investisseurs institutionnels sont dans l'obligation de contraindre les dirigeants à améliorer leur divulgation d'informations ce qui explique l'activisme des investisseurs institutionnels et leur volonté de forcer les dirigeants à améliorer la transparence informationnelle.

❖ **Les réseaux relationnels**

Pichard-Stamford (2000) prouve que l'importance des connexions du conseil d'administration fait bénéficier les dirigeants d'un réseau relationnel élargi, notamment si le dirigeant général occupe en même temps le poste du président du conseil d'administration. Ainsi les réseaux relationnels formels et informels développés par le dirigeant sont un moyen d'enracinement largement utilisé parmi d'autres. Pigé (1998) corrobore que le processus d'enracinement au travers des réseaux relationnels permet au dirigeant de s'affranchir au moins partiellement de la tutelle de

son conseil d'administration et de ses actionnaires. Ainsi, plus les réseaux relationnels sont développés, plus le dirigeant sera débarrassé du contrôle de ses administrateurs.

Charreaux (1997) estime qu'en cas des réseaux relationnels formels, il y aura des contrats explicites d'où la difficulté relative de développer des stratégies d'enracinement mais ils y arrivent néanmoins. En effet, le cadre formel de ces contrats explicites garantit leur exécution et ce malgré le remplacement éventuel du dirigeant. L'idéal pour le dirigeant serait donc d'établir des relations informelles basées sur son capital réputationnel.

Le dirigeant va essayer de tisser un réseau relationnel très dense avec ses collaborateurs et avec les salariés fortement spécifiques à l'entreprise en leur accordant des rémunérations supérieures à leurs compétences et en promettant des promotions abondantes. Cette stratégie relationnelle conduit souvent à accroître la taille de l'entreprise, le nombre de postes hiérarchiques, voire à investir dans des activités où le dirigeant détiendra néanmoins avec ces personnes un avantage comparatif. Dans ces circonstances, les collaborateurs ou salariés auront intérêt à ce que le dirigeant ne soit pas remplacé, et peuvent même œuvrer pour son maintien au sein de l'entreprise.

❖ **Le conseil d'administration**

Ginglinger (2002) argumente que « Le conseil d'administration intervient lorsque les performances de la firme sont jugées inacceptables, pour révoquer le dirigeant ou réviser sa rémunération. L'évaluation par le conseil d'administration est complexe. D'une part, l'effort ne se manifeste qu'à un horizon long, et les décisions irréversibles des dirigeants précédents pèsent sur la situation présente. D'autre part, les conséquences des décisions des dirigeants et de l'environnement de la firme sont imbriquées et nécessitent une comparaison permanente avec les firmes concurrentes ».

Jensen (1993) démontre les limites de l'efficacité du contrôle exercé par le conseil d'administration et l'incapacité et les limites de ce type de contrôle. Cette incapacité semble liée principalement au cumul des mandats de président du conseil d'administration et de directeur général ainsi qu'à la nature même des administrateurs.

La dualité de fonctions permet ainsi aux dirigeants d'augmenter leur pouvoir dans la firme puisqu'ils disposent d'une forte asymétrie informationnelle par rapport aux actionnaires, ils bénéficient d'un accès libre et direct aux ressources de l'entreprise et ils peuvent user de la dépendance des administrateurs internes pour appuyer des décisions leur profitant au conseil d'administration.

Caby et al. (2013) admettent que les administrateurs internes ne disposent pas de pouvoir suffisant pour s'opposer aux décisions des dirigeants. Ces administrateurs internes sont généralement des cadres de l'entreprise ou des salariés qui dépendent hiérarchiquement de la direction. Leur manque d'indépendance semble donc nuire à l'efficacité de leur contrôle.

Pichard-Stamford (2000) constate que la non séparation des fonctions de contrôle et de décision dans l'entreprise ainsi que la dépendance des administrateurs internes et externes soutiennent l'enracinement des dirigeants qui peuvent prolonger leur mandat dans l'entreprise sans pour autant nuire aux performances comptables et boursières de la firme.

❖ **La politique de financement**

Harris et Raviv (1988) suggèrent que les dirigeants augmentent le ratio d'endettement afin de renforcer leur contrôle de vote personnel. Ces dirigeants espèrent changer la structure du capital des entreprises pour la seule raison de contrôle d'une fraction importante de droits de vote. Ainsi, les dirigeants forcent les acquéreurs potentiels à payer une prime plus élevée afin d'obtenir le contrôle des entreprises.

Par ailleurs, Amihud et Lev (1981) déterminent que les dirigeants ayant un capital humain non diversifiable, veulent réduire leur risque d'emploi à travers la viabilité des entreprises. Une manière de réduction de ce risque est la diminution des dettes étant donné que ces dettes augmentent le risque de faillite des entreprises. La politique de financement apparaît ainsi comme un levier d'actions pour la réalisation d'une gestion active permettant l'exercice de la discrétion managériale face au caractère opportuniste des dirigeants.

3.2.2. Les stratégies d'enracinement et leurs caractères

Charreaux (1997) postule que les stratégies d'enracinement ne sont pas figées dans le temps mais plutôt dynamiques. Elles passent au moins par trois étapes durant lesquelles les dirigeants essaient de modifier les contraintes exercées par les différentes parties prenantes.

❖ L'enracinement neutre du dirigeant

Pigé (1996) confirme l'enracinement à caractère neutre dans le cas où le dirigeant est nouvellement nommé et qu'il doit faire preuve de compétences auprès des actionnaires et des différentes parties prenantes sachant qu'il peut être remplaçable par les équipes concurrentes présentes sur le marché de l'emploi.

Ainsi le dirigeant récent à l'entreprise dispose de peu de connaissances spécifiques à la firme et d'un pouvoir faible tant qu'il a eu peu d'occasions de créer des contrats implicites ou d'augmenter l'asymétrie d'information avec les actionnaires. Autrement, le dirigeant bénéficiant des droits octroyés grâce à son nouveau poste, adopte un comportement normal visant à respecter les intérêts de l'entreprise. Il cherche à se faire écouter, se faire respecter, à asseoir son pouvoir, à accroître son capital social par l'ensemble des ressources dont il dispose par le biais de réseaux sociaux et relationnels afin de mieux contrôler la firme.

❖ L'enracinement offensif du dirigeant

Grâce au pouvoir obtenu en raison de ses performances supérieures et qu'il n'est plus en phase du nouveau recrût, le dirigeant peut entreprendre des investissements contraires à la maximisation de la valeur de la firme. Il est en mesure d'accroître l'asymétrie d'information avec les différentes parties prenantes en augmentant la complémentarité des actifs de la firme avec ses savoir-faire.

Paquerot (1997) dévoile que le dirigeant devient capable de rendre l'information plus complexe à appréhender pour les parties prenantes, cumuler entre les fonctions de directeur général et de président du conseil d'administration et se légitimer auprès des

administrateurs. Cette légitimité peut aboutir en nommant des administrateurs internes et en ralliant des administrateurs externes qui sont supposés pouvoir mieux le contrôler.

Au travers de ce type d'enracinement, le dirigeant revêt le rôle d'un séducteur puisqu'il cherche à embellir toutes les actions qu'il entreprend dans la firme afin de se légitimer auprès de ses collaborateurs.

❖ **L'enracinement défensif du dirigeant**

Ayant bâti ses réseaux relationnels au sein de l'entreprise, le dirigeant peut augmenter ses rémunérations ou ses avantages en nature. Après avoir modifié suffisamment l'environnement pour que le contrôle de sa gestion soit plus difficile et que les personnes chargées de l'application des sanctions ne soient plus incitées à remplir leurs fonctions, le dirigeant crée des rentes qui lui permettent de se valoriser.

Castanias et Helfat (1992) protestent que le dirigeant peut gérer la firme comme il l'entend dès lors qu'il fournit aux actionnaires une rentabilité suffisante. Cependant, des sanctions peuvent être mises en place pour limiter le comportement discrétionnaire. Mais encore faudrait-il réduire le coût de remplacement engendré par cette action. Le dirigeant essaie de s'approprier des rentes tout en agissant sur l'information retenue. Il profite en quelque sorte de son avantage informationnel qui lui permet de réduire la concurrence sur le marché managérial.

En outre, il reste à savoir si ces différentes stratégies d'enracinement et leur processus dynamique ont des impacts ou non sur la performance des entreprises.

3.2.3. Les effets de l'enracinement

L'enracinement, sous ses multiples facettes, est générateur d'effets divers. Les recherches qui ont contribué au développement de cette stratégie, prédisent des effets contradictoires sur la performance de la firme.

Caby (2011) suggère, à partir des études empiriques destinées à mesurer l'influence de l'enracinement des dirigeants sur la performance des entreprises, un effet défavorable de cet enracinement. Il admet, pour autant, deux mécanismes d'enracinement : les défenses anti-OPA et la participation du dirigeant au capital de l'entreprise.

❖ **L'efficacité de l'enracinement du dirigeant**

Castanias et Helfat (1991) privilégient le rôle de créateur de rentes du dirigeant et inversent l'analyse traditionnelle qui le considère comme agent des actionnaires. Les auteurs mettent plutôt l'accent sur les rentes managériales qui ne sont créées que grâce aux capacités spécifiques des dirigeants.

Selon Castanias et Helfat (1992) les prises de contrôle n'ont pas pour rôle de discipliner les dirigeants non performants. Ces prises de contrôle permettent au contraire aux dirigeants et aux actionnaires des autres firmes, d'exproprier les dirigeants performants. En effet, les dirigeants ne sont incités à développer des activités génératrices de valeur que s'ils se sentent protégés contre l'expropriation des rentes managériales dont ils sont à la source.

Les mesures anti-OPA ou la forte présence des dirigeants dans les conseils d'administration ne sont plus perçues comme des vecteurs d'enracinement. Mais, ce sont des moyens de préserver le capital managérial spécifique. Ils permettent d'aligner les intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires, afin que les investissements rentables puissent être entrepris.

❖ **L'inefficacité de l'enracinement du dirigeant**

Morck et al. (2012) constatent des effets négatifs de l'enracinement des dirigeants sur la richesse des actionnaires. Ceci s'explique par la spoliation de ces derniers par les dirigeants puisqu'en réalisant des investissements non optimaux, les dirigeants privilégient leurs intérêts personnels au lieu de la maximisation de la valeur de l'entreprise. Cette stratégie d'enracinement entraîne des coûts de surveillance et des coûts d'opportunité.

Les coûts de surveillance sont associés aux systèmes mis en place par les actionnaires pour inciter les dirigeants à gérer conformément à leurs intérêts. Quant aux coûts d'opportunité, ils sont liés à l'écart qui existe entre la stratégie adoptée par les dirigeants et celle qui maximiserait la richesse des actionnaires.

3.3. Défaillance et performance du système de gouvernance

Charreux (1992) suggère que la notion de défaillance apparaît violente dans la mesure où la coalition constitutive de l'entreprise s'effondre, autrement dit, que cette dernière cesse ses activités au moins provisoirement, jusqu'à la reconstitution d'une coalition viable. Un système de gouvernance efficace est censé éviter cette rupture, il doit non seulement permettre de résoudre les crises, mais également de les prévenir.

Prahalad (1998) souligne que la gouvernance d'entreprise est dominée par le souci de résoudre les crises alors qu'il est préférable de concevoir des systèmes permettant de les éviter. Ainsi, la gouvernance doit permettre la dégradation de la performance de l'entreprise à laquelle est assimilée celle des dirigeants.

3.3.1. La notion de performance

La notion de performance est difficile à cerner pour l'entreprise. En effet, la théorie financière traditionnelle retient la perspective de l'actionnaire qui cherche le meilleur investissement avec l'objectif de maximiser sa richesse. Conventionnellement, pour les entreprises cotées, la performance financière est mesurée en recourant, au taux de rentabilité des capitaux propres, calculé à partir des cours boursiers et des dividendes, puis en pondérant ce taux en fonction du risque encouru.

Cette mesure ex-post est souvent utilisée par les analystes financiers, les gérants de fonds, la presse financière. Malgré tous les problèmes de qualité de l'information comptable et boursière qu'elle pose, la performance financière répond à un objectif précis, orienter les investisseurs en fonds propres vers les entreprises les plus performantes, procurant le plus fort enrichissement aux actionnaires. Cette mesure de performance est principalement utilisée par des mécanismes de gouvernement externes reposant sur la pression du marché.

Par ailleurs, Charreaux (1997) avance que si la performance est insuffisante, l'actionnaire en tant qu'investisseur se retire ou renonce à investir. Néanmoins, pour un actionnaire détenant une part importante du capital et qui joue un rôle important au conseil d'administration et dans la désignation des dirigeants, un comportement différent est observé. En effet, d'un simple partenaire passif, l'actionnaire devient actif et il appréhende différemment la performance, dans la mesure où même si son objectif reste l'enrichissement maximal, il peut influencer les décisions des dirigeants qui conditionnent la richesse créée. Cet activisme s'accompagne d'un mode de surveillance des dirigeants beaucoup plus intime et fréquent. Le contrôle continue à porter sur les résultats, mais s'élargit pour inclure la façon dont les résultats ont été obtenus, et notamment le processus d'élaboration des décisions. Le jugement émis sur la performance des dirigeants prend en compte ces différentes dimensions.

Charreaux (1994) annonce que le rôle du conseil d'administration comme mécanisme interne est de gérer la transaction entre les actionnaires et l'entreprise, et d'évaluer la performance du dirigeant non seulement à partir des résultats, mais également de la façon dont ce résultat a été obtenu, en tenant compte des facteurs non contrôlables par le dirigeant. Le jugement porté par les administrateurs sur la gestion du dirigeant et la qualité de ses décisions, importe souvent au moins autant que la seule performance financière.

En revanche, pour évaluer la performance des dirigeants, les administrateurs complètent les critères quantitatifs apparemment objectifs, comportant un aspect arbitraire de fiabilité discutable et à caractère manipulable des informations comptables, par des éléments d'appréciation qualitatifs, fondés sur les efforts déployés par le dirigeant et la pertinence apparente des décisions prises.

La décision de remplacement du dirigeant, relativement rare dans des circonstances de crise, suppose que les actionnaires soient persuadés que le remplaçant potentiel sera plus efficace. Les administrateurs ne jugent pas seulement le résultat réalisé en termes quantitatifs, c'est-à-dire la performance absolue, mais également la manière dont il a été obtenu, ce qui fait intervenir implicitement des éléments de performance relative.

3.3.2. Les dimensions de l'évaluation de la performance

La notion de performance apparaît contingente par rapport aux objectifs des différentes parties prenantes de l'entreprise et plus particulièrement de ceux qui détiennent les droits de propriété formels. Hansmann (1988) montre que la catégorie de parties prenantes détentrice des droits de propriétés varie selon les formes organisationnelles. La forme optimale de propriété s'obtient lorsque la somme des coûts de transaction totaux pour l'ensemble des parties prenantes est minimisée. Cette somme comprend deux composantes : les coûts de transaction sur le marché (asymétrie d'information) pour les parties prenantes qui ne sont pas propriétaires et les coûts induits par la propriété (contrôle des dirigeants et décision collective) pour les propriétaires.

Cependant, le raisonnement n'est correct que si on considère la somme des deux catégories de coûts. Un groupe de *stakeholders* qui subit des coûts de transaction très élevés, a intérêt à devenir propriétaire de la firme, même s'il n'est pas très efficace dans le contrôle des dirigeants, les gains provenant des économies de coûts de transaction faisant plus que compenser les coûts liés à l'opportunisme managérial. Cette démarche pour être pertinente, elle doit permettre d'expliquer des formes de propriété plus complexes que celles retenues comme typiques par Hansmann (1988).

Réellement, des structures sont observées au sein desquelles les droits de propriété se répartissent entre plusieurs catégories de parties prenantes et pour lesquelles le contrôle des dirigeants ne dépend pas exclusivement d'une seule catégorie, mais relève à des degrés divers des différents groupes de parties prenantes. De même, la nature de la relation qui unit les dirigeants aux différents *stakeholders*, selon le caractère plus ou moins actif du partenariat, conditionne la notion de performance et son évaluation.

L'évaluation de la performance d'une entreprise fait intervenir deux dimensions. D'une part, la nature des objectifs des *stakeholders*, détenteurs des droits de propriété formels, et d'autre part, le caractère plus ou moins actif de la relation de partenariat. Cette deuxième dimension implique un jugement sur la qualité de la tâche accomplie par le dirigeant. Ainsi, la notion de performance associe les deux dimensions traditionnelles de jugement par rapport à l'obligation de résultat et à l'obligation de moyens.

Charreaux (1997) constate que les différentes composantes du système de gouvernance d'entreprise interviennent relativement à ces deux dimensions. Les mécanismes spécifiques accordent une place plus importante à la seconde dimension en raison de leur accès privilégié à l'information interne, plus particulièrement à l'information spécifique nécessaire à la prise de décision. C'est le jugement porté par les différentes parties prenantes sur ces deux dimensions de la performance des dirigeants qui décide de la poursuite et de la viabilité de l'entreprise. Cette dualité des dimensions de la performance explique la faiblesse du lien statistique observé entre la performance financière et la rotation des dirigeants.

Charreaux (1994) admet que la fiabilité des évaluations portant sur ces dimensions peut donner lieu à de nombreuses investigations. Il n'est pas sûr que l'évaluation de la seconde dimension soit plus complexe, en raison des possibilités de manipulation, légales ou illégales, de l'information comptable. Ces considérations ne sont pertinentes que pour une organisation particulière. Elles doivent être adaptées pour pouvoir évaluer la performance du système de gouvernance d'entreprise. Autrement dit, l'analyse se trouve déplacée vers les dirigeants politiques et l'évaluation de la performance doit s'orienter vers les indicateurs de type macro-économique tels que les taux de croissance du PNB, les taux de défaillance des entreprises, les taux de chômage, les taux d'inflation..., aptes à rendre compte des intérêts des différentes parties prenantes.

3.3.3. Adéquation du système de gouvernance d'entreprise

Une réflexion sur l'adéquation d'un système de gouvernement des entreprises s'appuie prioritairement sur une revue des fonctions qu'il est censé accomplir. Dans cette perspective, le système de gouvernance doit avoir pour objectif de garantir la viabilité de la coalition ainsi que le rôle préventif et curatif qui permettent à la firme d'être créatrice de richesse.

❖ La viabilité du système de gouvernance

Coleman (1991) distingue la viabilité indépendante de la viabilité globale. La viabilité indépendante prétend que chaque partie prenante reçoit, d'une part, une rémunération au moins égale à celle qu'elle reçoit par ailleurs sur un marché concurrentiel et d'autre

part, crée par sa contribution une valeur supérieure à ce qu'elle coûte à l'entreprise. En revanche, la viabilité globale correspond à une situation dans laquelle la valeur créée par l'ensemble des parties prenantes est supérieure à la somme des coûts. Les deux notions diffèrent si certaines ressources sont acquises à un prix inférieur au prix de marché. Cette situation se rencontre, lorsqu'en raison des coûts de sortie de la coalition, certaines parties prenantes préfèrent y rester, alors que leur rémunération est inférieure à ce qu'elles peuvent obtenir sur le marché. La firme ou plus exactement d'autres membres de la coalition, en particulier les dirigeants, s'approprient alors les quasi-rentes ainsi générées.

Charreaux (1997) affirme que l'entreprise crée de la richesse si elle vend ses produits ou ses services à des prix supérieurs au coût de revient qui dépend du coût des ressources. La viabilité du système est ainsi assurée tant que les différentes parties prenantes composant la coalition n'ont pas intérêt à en sortir. Dans cette perspective, un système de gouvernance doit d'une part, faire pression sur les dirigeants de façon à ce que leurs activités de création et de redistribution de rentes satisfassent l'ensemble des parties prenantes et assurent la viabilité globale et indépendante de la coalition, il s'agit de l'aspect préventif du système de gouvernance. D'autre part, être à même de faciliter la résolution des situations de crise, il s'agit du rôle curatif de la gouvernance.

❖ **Le rôle préventif de la gouvernance**

Hirschmann (1970) admet qu'un *stakeholder* insatisfait dispose en principe de deux possibilités d'action non exclusives l'une de l'autre, la défection et la prise de parole. La défection entraînant un désinvestissement, suppose que le *stakeholder* dispose d'une alternative et que les coûts de sortie, ne soient pas exorbitants. La défection représentant une situation de crise, seule la menace de défection a véritablement un caractère préventif, notamment, en contribuant à renforcer l'efficacité du mode d'action alternatif, la prise de parole. Cette dernière qui permet, aux dirigeants et éventuellement à d'autres *stakeholders*, d'être informés des causes du mécontentement jouera un rôle préventif d'autant plus efficace, qu'elle est peu coûteuse.

Ainsi, l'efficacité préventive d'un système de gouvernement semble passer par la mise en œuvre de mécanismes facilitant la prise de parole des différentes parties prenantes, ce

qui permet d'éviter le dysfonctionnement et de faire remonter l'information spécifique, tout en évitant les incidences négatives des activités d'influence.

❖ **Le rôle curatif de la gouvernance**

Le système de gouvernance d'entreprise peut être jugé sur sa capacité curative à résoudre les crises issues de la défection de certaines parties prenantes, qui aboutit à priver la firme, soit des ressources indispensables, soit des débouchés nécessaires à son activité. Un système efficace doit éviter les destructions de valeur pour les différentes parties prenantes et permettre des réorganisations amiables ou légales au moindre coût. Il s'agit d'identifier les conditions permettant à un système de gouvernement de rétablir la viabilité d'une firme au moindre coût.

Franks et Mayer (1996) observent que le remplacement des dirigeants occupe souvent une place centrale dans les processus de résolution de crise. Il participe simultanément aux rôles préventif et curatif du système de gouvernance d'entreprise. A titre préventif, le changement est imposé par les agents qui contrôlent la structure de propriété. Il est possible si un actionnaire exerce un pouvoir suffisant sur le conseil d'administration ; il s'agit d'un processus de prise de parole qui ne peut s'accomplir que si le dirigeant n'a pas neutralisé le conseil d'administration.

Si le remplacement ne peut pas être imposé par les actionnaires actuels, c'est-à-dire par un mécanisme spécifique, il ne peut intervenir que par le jeu d'un mécanisme non spécifique impliquant un changement de la structure de propriété. Dans les pays anglo-saxons, ce remplacement passe fréquemment par le marché des prises de contrôle, comme il peut emprunter d'autres voies telles que la cession de blocs de contrôle de la part de certains actionnaires, voire éventuellement la transformation des créanciers en actionnaires.

Section 2. Le pouvoir du dirigeant face aux décisions de croissance externe

Mintzberg (1983), s'intéressant aux dirigeants, et en considérant que le poste ainsi que son environnement sont déterminés, développe que les données reçues montrent la contribution des valeurs, de la personnalité et du style de ce responsable à la détermination du travail qu'il effectue.

Simon et March (1964) interprètent à partir de leurs recherches que les caractéristiques personnelles du dirigeant, incluant des variables telles que l'âge, l'éducation, l'expérience passée et les antécédents familiaux, ainsi que les valeurs personnelles ont acquis de l'importance en tant que révélatrices de la performance de l'entreprise. De telles caractéristiques peuvent éventuellement être la cause de sa défaillance et doivent ainsi faire l'objet d'étude approfondie, de mesures et d'analyses par le biais d'instruments adaptés.

De sa part, Guilhot (2000) explique que lors du redressement d'une entreprise en difficulté, il semble que les facteurs de réussite sont autant liés au profil du dirigeant qu'à la nature des outils de gestion. Cette concordance entre les auteurs fait déduire que le profil du dirigeant (paragraphe §1), avec les différentes dimensions qu'il englobe, les représentations et les croyances qu'il traduit (paragraphe §2), éclaire ainsi les logiques d'action de cet acteur, et aurait un impact sur certains de ses comportements (paragraphe §3).

§1. Profil du dirigeant déterminant de son comportement organisationnel

Le dirigeant entreprend plusieurs relations, il est appelé à prendre quotidiennement plusieurs décisions aussi importantes et pour lui et pour l'entreprise. Il serait donc possible qu'une telle influence du profil se manifeste souvent et auprès d'un nombre important d'individus. Dans ce qui suit, quelques aspects de cette influence vont être expliqués à travers trois axes représentatifs du comportement managérial du dirigeant : ses relations avec ses collaborateurs à l'intérieur de l'entreprise, et en particulier son exercice du pouvoir (1.1.) ; son traitement des différentes informations qu'il reçoit au quotidien (1.2.) ; et enfin la façon par laquelle il prend ses décisions et élabore ses choix (1.3.).

1.1. Profil du dirigeant et ses relations dans l'entreprise

Les relations que le dirigeant entretient avec ses assistants au sein de l'entreprise se traduisent en termes de communication et de pouvoir. La communication fait parvenir les différents mécanismes par lesquels les messages passent entre le dirigeant et les autres membres de l'entreprise ; notamment le discours oral et les conversations, ainsi que le contenu de la communication. Alors que le pouvoir se traduit par la relation dictée par la position hiérarchique et la nature des responsabilités du dirigeant.

1.1.1. La communication du dirigeant

Les caractéristiques sociologiques du dirigeant, ainsi que son expérience dans les entreprises donnent naissance à son propre système de valeurs et de croyances, inculquant en lui une certaine manière de représenter les choses. En partant de cette logique, le profil du dirigeant a une influence sur la manière de considérer les relations entre lui et ses assistants, et par conséquent sur la manière de s'exprimer par l'intermédiaire de ses gestes et paroles.

Cunliffe (2002) admet que les dirigeants s'expriment à travers ce qu'ils perçoivent comme important, leurs conversations reflètent la façon par laquelle ils attribuent, sur le moment, un sens aux choses. Ils ont souvent pour références leurs expériences passées et les événements qui les ont le plus marqués en plus des traces de leur culture, leurs habitudes et leur éducation.

Par ailleurs, les actes de communication servant à diriger les relations entre un dirigeant et ceux qui l'entourent peuvent faire surgir certaines caractéristiques : qu'il soit du type paternaliste, voulant protéger et s'occuper de ses subordonnés, ou plutôt du type expert, qui conseille en se basant sur ses compétences techniques, ou encore du genre leader, ou bien du genre à prendre ses distances par rapport aux employés.

La notion de confiance reflète aussi le type de relations entre le dirigeant et ses collaborateurs, et la manière dont il communique avec eux. Bachelet et Favre (1998) estiment qu'un dirigeant, à travers l'éducation qu'il a reçue et ses expériences, devient quelqu'un de très méfiant des autres et manifeste une faible confiance envers les

employés de l'entreprise, il a tendance à leur transmettre le moins d'informations et à ne pas leur donner l'occasion de dialoguer, de comprendre et de s'exprimer.

Cependant, la différence qui existe entre les représentations subjectives du dirigeant et celles des autres parties prenantes peut être source de conflit d'intérêts entre eux, et peut même engendrer l'opportunisme de certains dirigeants (Wirtz, 2002).

1.1.2. Le pouvoir du dirigeant

La notion du pouvoir a depuis toujours fait l'objet de grand nombre de recherches. En effet, le pouvoir est appréhendé en tant que possibilité d'orienter et de déterminer la conduite d'autrui (Sainsaulieu, 1988). Prime (2001), quant à lui, il suggère que la culture intervient dans la conception du pouvoir et de la hiérarchie, du fait que le critère de hiérarchie varie selon la culture : âge, sexe, diplôme, argent, nom et naissance.

Sainsaulieu (1988) souligne que le dirigeant des grandes entreprises détient son pouvoir grâce à sa position hiérarchique : c'est lui le patron, qui commande, qui dirige et qui donne les ordres. Mais son exercice exige des capacités diverses de compréhension, de persuasion et d'influence. Or, de telles capacités existent chez la personne du dirigeant grâce aux différents facteurs sociologiques et professionnels qui constituent son profil.

Par ailleurs, le pouvoir du dirigeant s'associe au mode au travers duquel il a accédé à ces fonctions : qu'il soit le fondateur, le propriétaire, l'héritier, ou bien qu'il ait des relations parentales ou autres influentes dans le monde des entreprises, ce sont aussi des sources de pouvoir.

Bourgeois et Nizet (1995) soutiennent que certaines ressources présentent tant des moyens de pression que de légitimation du pouvoir du dirigeant. Ces ressources sont en effet : l'expertise du dirigeant, les ressources financières qu'il possède, les informations qu'il détient, les règles et le langage dont il dispose.

Par conséquent, ces ressources présentent des moyens de pressions et/ou de légitimation selon l'usage que le dirigeant en fait, mais également selon sa représentation des conditions de l'exercice du pouvoir.

Russ (1994) développe différentes sources de pouvoir du profil de dirigeant :

- ✓ Le pouvoir d'élite qui réside dans les capacités personnelles que détient le dirigeant et qui lui permet d'agir au nom de son idéologie pour les répandre et pour imposer sa volonté à autrui.
- ✓ Le pouvoir des grandes écoles qui renvoie à des hiérarchies symboliques, des privilèges, des distinctions sur la base de styles et modes de vie, de valeurs et normes, rites, capital culturel...
- ✓ Le pouvoir de l'intellectuel qui est basé sur l'influence que celui-ci exerce par ses idées riches de suggestion et de séduction. Son intervention met en jeu des idéologies, des systèmes d'interprétation qui, par leur force symbolique et leur persuasion, rassurent les parties prenantes de l'entreprise.

Dans la même logique, d'autres comportements organisationnels du dirigeant peuvent être expliqués par certains éléments de son profil, notamment son traitement des informations.

1.2. Profil du dirigeant et son traitement de l'information

Le dirigeant est confronté à un flux d'informations diverses et de complications plus ou moins importantes à résoudre. La façon de traiter ces informations n'est pas la même chez tous les dirigeants, cela laisse à penser qu'un tel comportement dépend non seulement des contingences environnementales et des spécificités de l'entreprise, mais également des caractéristiques personnelles du dirigeant et de son profil. En ce sens, le comportement du dirigeant peut concerner, d'une part la façon dont il opère pour obtenir l'information (1.2.1.), et d'autre part comment il l'analyse et la gère (1.2.2.).

1.2.1. L'obtention de l'information

La recherche de l'information peut se faire de façon formelle ou de façon informelle. Ainsi, le recours aux documents, fichiers, dossiers et archives de l'entreprise permet de collecter des données formelles. Néanmoins, le dirigeant peut s'informer par le contact

avec autrui, par force d'observation, de tri des faits et des stimuli ; ce qui caractérise les dirigeants actifs et dotés d'une certaine curiosité qui leur permet de transformer les situations en informations.

Lee et Tsang (2002) confirment que certaines caractéristiques personnelles peuvent présenter un moyen pour l'obtention de l'information. Les dirigeants dotés d'une forte intuition, acquise par une expérience riche et une grande connaissance du monde de l'entreprise, s'appuient sur des informations qui ne sont pas basées sur des faits, mais qui reflètent leur milieu, leur formation et leur expérience.

Vacher (1997) estime que le dirigeant peut chercher, à travers sa quête de l'information, à simplement s'informer, pour s'intégrer dans l'entreprise. Entre autres, il peut avoir pour but d'obtenir l'information le premier parce qu'il la considère comme une puissante source de pouvoir, pour éviter que quelqu'un d'autre la détienne, ou par souci qu'elle ne se déforme. Il peut encore viser, à travers la collecte d'information, à montrer sa connaissance et ses compétences de maîtriser tout ce qui se passe dans l'entreprise.

1.2.2. La régie de l'information

Lee et Tsang (2002) retiennent que l'expérience et le niveau d'éducation que reçoit le dirigeant sont ses sources d'habiletés analytiques et techniques. Ceci est de nature à lui permettre de traiter objectivement et efficacement l'information. De même, d'autres traits de personnalité tels que l'ouverture au monde extérieur, la confiance en soi, lui permettent de viser de nouveaux contacts et de nouvelles opportunités. Ce qui lui permet de favoriser non seulement le recueil rapide des informations, mais aussi d'avoir, dans sa structure mentale, plus de références et de possibilités d'interprétation.

Finkelstein et Boyd (1998) supposent que l'influence culturelle affecte également le comportement du dirigeant et sa prédisposition à sélectionner et à régir l'information cognitive ou affective d'une manière ou d'une autre. De même, les valeurs affecteraient la vision du dirigeant, sa perception ainsi que son interprétation de l'information.

Ainsi, le profil du dirigeant intervient dans sa façon de traiter les informations et les interpréter. Cet impact sur le comportement envers l'information, en tant que base de la

décision, nous incite à considérer l'effet que peut avoir le profil du dirigeant sur son processus décisionnel.

1.3. Profil du dirigeant et sa prise de décision

Du fait de sa position hiérarchique, le dirigeant de l'entreprise est confronté à une multitude de problèmes, de situations et d'informations qu'il est censé identifier, interpréter et formuler pour prendre ses décisions. Par conséquent, sa façon de traiter les informations affecte son processus de prise de décision, mais aussi sa sélection des priorités qui occupent son agenda décisionnel.

1.3.1. La priorité décisionnelle

Drucker (2006) stipule que le dirigeant se trouve très souvent devant la nécessité d'établir des priorités selon les décisions qu'il perçoit comme étant les plus importantes. Le processus décisionnel s'avère donc être relié à des facteurs cognitifs tels que la perception de la difficulté du problème, de sa complexité, de son urgence, des moyens de sa résolution, ainsi que le degré d'intérêt que le dirigeant lui accorde et qui reflète son implication dans la question. Les préoccupations décisionnelles des dirigeants sont fortement liées à leur personnalité, à leurs valeurs morales ainsi qu'à leurs intentions et finalités. Drucker (2006) constate que les dirigeants gèrent leurs priorités en fonction de leur personnalité, leur parcours personnel et professionnel, leurs centres d'intérêt et leur domaine de compétence. Ainsi, le dirigeant décide tout en dépendant de facteurs personnels et subjectifs, ce qui rend sa rationalité limitée.

1.3.2. La rationalité limitée

Smith (1976) résume que le dirigeant est censé découvrir les problèmes et les faits sur lesquels portent les décisions et les traiter. Toutefois, la construction cognitive qu'il peut se faire de ces problèmes est imprégnée de divers facteurs qui l'influencent. Ceci renvoie au principe de la rationalité limitée de March et Simon (1964).

En effet, le dirigeant ne peut appréhender tous les choix possibles, ses capacités cognitives étant limitées. De plus, la subjectivité, caractérisant l'être humain, laisse ses traces d'une manière plus ou moins importante dans les décisions qu'il prend. La rationalité du dirigeant dans sa prise de décision est donc limitée.

Par ailleurs, Wiersema et Bantel (1992) admettent que l'intuition du dirigeant, émanant de sa propre expérience et formation, peut également s'avérer importante dans sa prise de décision. Elle peut cependant engendrer des décisions subjectives, parce qu'elle inclut des aspects personnels dans la décision. Par conséquent, le dirigeant pratique ses activités décisionnelles en se référant aux différentes valeurs organisationnelles qu'il a apprises au cours de sa formation et son expérience certes, mais aussi, et quelque part inconsciemment au fond de lui même, en se référant aux valeurs, aux représentations, et aux croyances qu'il a acquises par son entourage, sa famille, par l'éducation qu'il a reçue et les circonstances qui ont forgé sa personnalité, ses besoins et ses buts dans la vie.

§2. La physionomie des dirigeants

Les dirigeants sont les figures emblématiques du capitalisme des grandes entreprises cotées. En plus de gérer l'entreprise qu'on leur a confiée, ils participent au développement des affaires par leur présence au sein d'un certain nombre de conseils d'administration, et leur visibilité doit beaucoup à leur implication dans la vie sociale. En effet, le profil des dirigeants ainsi que leurs diplômes servent souvent de point de référence pour qualifier l'évolution des mœurs et des élites.

2.1. La formation des élites

Le groupe social d'où provient la majorité des dirigeants des entreprises reste étroit et la méritocratie scolaire demeure le critère presque exclusif de sélection vers le pouvoir économique (Wirtz et Laurent, 2010). Les anciens élèves des grandes écoles sont largement majoritaires parmi les grands dirigeants des entreprises. En France, plus de la moitié des grands patrons français sont polytechniciens ou énarques. Pour qualifier le système des conditions d'accès à des postes de haut niveau en France, les sociologues parlent de tyrannie du diplôme initial. Recrutés ainsi, à l'âge de vingt ans dans les

grandes écoles, les élèves, une fois diplômés, sont incités à une carrière de direction, en s'affranchissant souvent des étapes imposées aux autres dirigeants.

Toutefois, le système éducatif français est à l'origine de l'émergence des élites sociales. En effet, les grandes écoles garantissent à leurs diplômés l'emploi, le prestige et le pouvoir, alors que les universitaires accèdent à des emplois souvent inférieurs par rapport aux qualifications acquises. En devenant membres des élites, les diplômés des écoles prestigieuses appartiennent à des groupes dont la notoriété favorise les ambitions et donne accès à certains privilèges.

2.1.1. L'Ecole Polytechnique

L'Ecole Polytechnique est la première institution fondée par les Révolutionnaires dans le domaine de la formation des élites. Basée sur le modèle militaire, elle ne forme qu'une minorité d'ingénieurs français, environ 400 chaque année parmi les 20 000 diplômés d'ingénieurs annuels. La sélection des candidats se fait suite à un concours très rigoureux et à l'abri des compromissions. Le concours est ouvert aux candidats titulaires d'un baccalauréat scientifique et après au moins deux années d'études en classe de mathématiques supérieures et de mathématiques spéciales. Les diplômés sont incités à servir l'Etat, en intégrant un grand corps ou d'autres postes dans le secteur public.

2.1.2. L'Ecole Nationale d'Administration : ENA

Similaire à l'Ecole Polytechnique, l'ENA est une institution originale qui n'a son équivalent dans nul autre pays à l'époque. A l'initiative d'un projet élaboré par Michel Debré en 1945 et approuvé par le Général de Gaulle, l'ENA a pour vocation de former les élites administratives afin de fournir à l'Etat des cadres supérieurs non techniques. L'ENA demeure ainsi une réponse à un besoin de la France de se doter d'une haute fonction publique moderne et de qualité en proposant une formation à la fois unifiée et diversifiée.

Les modalités d'accès à l'ENA reposent sur un concours sélectif par trois voies possibles : la première est ouverte aux candidats titulaires d'un diplôme de deuxième

cycle de l'enseignement supérieur, la seconde est ouverte aux personnels du secteur public qui peuvent justifier d'au moins cinq ans d'ancienneté et la troisième, instituée par la Gauche en 1981, est ouverte à des candidats qui justifient d'une activité professionnelle, syndicale ou représentative. Les mieux classés de la centaine d'élèves sortant chaque année ont le choix d'intégrer les grands corps de l'Etat : le Conseil d'Etat, l'Inspection des Finances et la Cour des Comptes.

2.2. Comportement organisationnel du dirigeant

Le comportement organisationnel du dirigeant se traduit par une diversité de variables qui permettent de l'évaluer, d'expliquer et de comprendre les actions et les principes qui le guident dans la prise de décisions. Ainsi, l'origine et la formation académique uniquement ne sauraient refléter le profil du dirigeant ; il faut les associer à toutes les autres données qui constituent le profil telles que l'expérience professionnelle, ainsi que l'importance des compétences et du potentiel.

2.2.1. Expérience professionnelle du dirigeant

Le savoir-faire organisationnel est généralement acquis et consolidé par l'expérience professionnelle du dirigeant dans le monde de l'entreprise. Cette dernière, en dépit de sa nature économique et technique, est un système social admettant une histoire, une culture et des valeurs relationnelles.

Par ailleurs, le dirigeant est certes influencé en premier lieu par ses origines et cultures initiales, mais en évoluant dans l'entreprise, ses représentations du travail évoluent aussi à travers l'apprentissage qu'il perçoit de sa vie quotidienne dans le groupe et dans l'organisation.

Le fait d'avoir l'expérience professionnelle au sein d'une entreprise ou d'un groupe avant d'accéder à sa direction favorise un processus de socialisation du futur dirigeant (Bauer et Cohen, 1981). En effet, la période séparant l'entrée du futur dirigeant dans l'entreprise et l'accès à son sommet est l'occasion pour lui d'un triple apprentissage qui lui permet d'acquérir trois types de savoirs :

✓ Le pouvoir industriel : ce savoir correspond à la maîtrise de l'histoire des projets, des succès et des échecs antérieurs de l'entreprise à partir de la participation à la conception et à la réalisation des choix stratégiques.

✓ Le pouvoir prédateur : ce savoir correspond à la maîtrise de la comptabilité en partie double, qui permet de satisfaire les obligations légales et de faire apparaître en des lieux bien choisis les bénéfices ou les pertes voulus tout en siégeant dans les conseils d'administrations.

✓ Le pouvoir organisateur : ce savoir correspond à l'apprentissage de la domination et de faire preuve de responsabilité sur le terrain.

Finkelstein et al. (1996) postulent que l'apprentissage est de nature à enrichir le profil du dirigeant et permet de développer son intellect professionnel selon quatre niveaux :

✓ Un savoir cognitif (savoir quoi) : l'expérience développe ce savoir en confrontant le dirigeant à une diversité de situations et de personnes. Autrement, un ensemble de stimuli qui lui facilitent désormais la compréhension et l'interprétation des situations.

✓ Une habileté avancée (savoir comment) : plus un dirigeant a de l'expérience dans son domaine, plus il serait capable de manipuler les problèmes auxquels il est confronté, d'établir des diagnostics et de prendre des décisions.

✓ Un système de compréhension (savoir pourquoi) : il s'agit de la compréhension profonde des relations de causes à effets. L'expérience permet ainsi au dirigeant d'anticiper des interactions et des conséquences inattendues. Elle développe ainsi son intuition et son flair.

✓ Une créativité (s'intéresser au pourquoi) : il s'agit de la volonté, la motivation et l'adaptabilité qui permettent au dirigeant de protéger son avantage intellectuel et de développer sa créativité pour réaliser le succès face à l'innovation.

Ainsi l'expérience professionnelle est un atout important pour tout dirigeant. Cependant, les expériences passées peuvent influencer le dirigeant en lui transmettant des valeurs et des méthodes de travail incompatibles avec sa fonction actuelle.

2.2.2. Compétences du dirigeant

Eminet et al. (2009) argumentent que l'évaluation du dirigeant passe par ses compétences. Ces dernières soulignent les traits, les attitudes et les habiletés conduisant à une performance supérieure du travail, ainsi que certaines qualités personnelles telles que la force du caractère, l'intégrité, l'intellect et le sens des affaires. En effet, les compétences représentent un élément important du profil du dirigeant du fait qu'elles lui permettent de gérer efficacement son rôle au sein de l'entreprise. Les compétences requises sont aussi bien génériques des activités du dirigeant que spécifiques pour la firme.

Bournois et Roussillon (1998) développent que la proportion des compétences génériques requises croît avec le niveau hiérarchique et les responsabilités managériales confiées. Ce sont les compétences qui concernent le plus les dirigeants.

Cependant, Eminet et al. (2009) admettent que les compétences spécifiques sont adaptées à l'entreprise et à son contexte. Elles concernent la gestion de la relation de l'entreprise avec ses concurrents et ses parties prenantes, la capacité à s'adapter à la culture et aux normes de l'entreprise et à maîtriser les spécificités de son groupe.

Toutefois, les compétences sont généralement acquises par l'expérience et l'apprentissage. Elles se développent au fur et à mesure des situations rencontrées et sont démontrées dans les actions concrètes. Par contre cela ne s'applique pas au potentiel qui est, lui également, un élément révélateur dans le profil du dirigeant.

2.2.3. Potentiel du dirigeant

Bournois et Roussillon (1998) définissent le potentiel comme étant l'essence même de la personne et la personnalité. Le potentiel ne peut ni s'acquérir ni dépendre des situations rencontrées, c'est plutôt un talent à découvrir, et qui est indispensable pour

progresser et exercer les fonctions de dirigeant. Il serait donc important d'identifier le potentiel d'apprentissage et d'adaptation nécessaire pour apprendre le métier de dirigeant. Les comportements observés et les capacités possédées sont ainsi les indicateurs du potentiel à détecter chez un dirigeant.

Par ailleurs, prendre en compte et privilégier le potentiel dans le profil du dirigeant peut représenter implicitement une opposition à la formation et aux diplômes des élites. En effet, la détection du potentiel donne une chance aux non diplômés ayant un fort potentiel d'accéder aux postes les plus intéressants.

Bellier et Bellier-Michel (1997) estiment que ce sont généralement les dirigeants les plus diplômés et les élites qui ont le plus de potentiel. Ainsi, l'expérience professionnelle, les compétences acquises et le potentiel détenu par un dirigeant, quoique déterminants de son profil, s'associent à l'ensemble des caractéristiques sociologiques déjà présentées. L'interaction de toutes ces caractéristiques fait qu'un dirigeant ait du potentiel ou soit plus ou moins compétent en sa prise de décision.

§3. Le dirigeant et son influence sur les décisions de croissance externe

Le capital humain du dirigeant a une influence sur la performance de l'entreprise (Hambrick et Mason, 1984). Le dirigeant est analysé en fonction de son âge, sa culture, sa formation, son expérience professionnelle, ainsi que d'autres critères dont l'estimation est plus complexe : la capacité à décider, à prendre des risques, à anticiper, à négocier... Holmström (1999) estime que la compétence managériale du dirigeant est initialement incertaine et ne peut être que progressivement éprouvée dans le temps.

3.1. Le dirigeant et sa performance au sein de l'entreprise

La performance passée du dirigeant est une base rationnelle pour prédire sa performance future. Fama (1980), dans son modèle relatif aux sociétés managériales, postule que la valeur du capital humain des dirigeants est évaluée sur la base des performances passées enregistrées par le marché des entreprises où a exercé le dirigeant. Ainsi, l'information sur ses talents dépend de la réussite ou de l'échec de l'entreprise où il est impliqué. De ce fait, les compétences et qualités du dirigeant n'étant pas connues avec certitude, et

étant susceptibles de varier dans le temps, l'information sur sa performance passée et actuelle sert de base à son évaluation.

Par ailleurs, l'hypothèse d'efficience informationnelle du marché financier permet au marché managérial d'évaluer cette performance. En effet, l'évolution du prix de l'action étant supposée refléter les résultats de la firme et sa valeur de manière rationnelle, les signaux transmis par le marché financier entraînent la réévaluation du capital humain du dirigeant par le marché managérial, reflétant ainsi la mesure la plus récente de sa production marginale. Cette réévaluation du capital humain du dirigeant conduit à sa sanction ou à sa récompense selon ses résultats.

Cependant, le choix des critères d'analyse de la performance du capital humain du dirigeant est délicat et sujet à controverse. Selon Nooteboom (2004), les processus de perception, d'interprétation et d'évaluation sont spécifiques à chaque dirigeant et la distance cognitive entre eux doit être « traversée » afin de permettre les transactions. Loasby (2001), quant à lui, il développe que :

- ✓ Chaque dirigeant détient, en fonction de son expérience professionnelle passée et de ses interactions avec son propre environnement, des connaissances et des aptitudes différentes et spécialisées.
- ✓ La prise de décision du dirigeant nécessite l'assemblage et l'organisation de ses connaissances dispersées au sein des communautés de connaissance.
- ✓ La confrontation de schémas cognitifs différents peut entraîner des difficultés de communication voire de compréhension.
- ✓ L'échec d'un système interprétatif procure un inconfort psychologique aux dirigeants qui les pousse à innover et inventer afin de résoudre leurs problèmes de compréhension.

Sur la base de cette conception élargie de la rationalité limitée de Loasby (2001), l'entreprise constitue une communauté de connaissance organisée procurant une réponse aux limites en termes de gestion de l'incertitude mais aussi au potentiel en termes d'innovation cognitive des dirigeants.

3.2. Adéquation du dirigeant avec la performance de l'entreprise

Castanias et Helfat (1991) soulignent que la situation ainsi que les besoins organisationnels des entreprises varient d'une firme à l'autre et que certaines compétences sont davantage souhaitables dans certaines situations. Ocasio et Kim (1999) attestent qu'en fonction de la stratégie adoptée par la firme et des objectifs recherchés, le profil de dirigeant sera davantage adapté à la situation. Il s'agit de trouver le dirigeant capable de mettre en œuvre cette stratégie adoptée par la firme, mais également susceptible, par sa propre vision, de l'enrichir pour rendre l'entreprise plus performante.

3.2.1. Approche économiste du capital humain

Schultz (1961), Becker et Tomes (1994) sont parmi les économistes pionniers à façonner le capital humain. Leurs travaux consistent à s'interroger sur le rendement d'un investissement en éducation pour un individu donné. Dans le but d'évaluer le retour sur investissement de l'éducation, les chercheurs ont tout d'abord tenté de cerner le coût afférent à l'investissement en éducation. Ce coût correspond, d'une manière simplifiée, à la somme des frais d'éducation et du coût d'opportunité lié à cette formation.

Cependant, le bénéfice attendu se mesure par le surcroît de rémunération que l'apprenant peut obtenir sur le marché du travail tout au long de sa vie active. Mincer (1974) a développé des recherches montrant que les niveaux élevés d'éducation sont le plus souvent associés à des salaires plus élevés mais aussi à des risques plus faibles de chômage. D'autres économistes ont privilégié l'impact au niveau macroéconomique de l'augmentation du stock de capital humain dans une économie donnée.

David et Foray (2002) estiment que le capital humain est perçu comme un facteur endogène de la croissance et du développement au même titre que les infrastructures de transport et de communication, c'est le déterminant de la productivité d'une économie.

Par ailleurs, certains économistes ont tenté d'évaluer l'impact du capital humain sur la performance de la firme. Black et Lynch (1995) certifient que la formation au sein de

l'entreprise accroît la productivité de cette dernière. Cependant, l'évaluation du taux de rentabilité de la formation est sujette à controverses. Toutefois, la plupart des chercheurs s'accordent pour admettre qu'un ensemble élevé de capital humain, que ce soit au niveau macroéconomique ou au sein de l'entreprise, est une source d'innovation et de compétitivité à long terme.

3.2.2. Approche gestionnaire du capital humain

Les recherches des économistes portant sur la performance de la firme rejoignent naturellement les préoccupations des chercheurs en gestion. L'approche gestionnaire du capital humain s'inscrit dans le courant de recherche mettant l'accent sur les ressources et compétences comme source de compétitivité de l'entreprise. Roussel et Guillard (2005) considèrent qu'une entreprise dotée de ressources de qualité est susceptible de bénéficier d'un avantage concurrentiel sur ses rivaux, donnant lieu à des performances financières supérieures.

Rumelt (1997) suggère que les différences de performance entre les firmes au sein d'une industrie sont plus significatives que les différences entre les secteurs. Cette différence s'explique par des dotations différentes en ressources immatérielles. Bounfour (1998) prétend qu'à l'instar du capital humain, les ressources immatérielles sont essentielles à l'avantage concurrentiel et articulées aux notions de compétence et de performance organisationnelle.

Néanmoins, le capital humain joue un rôle fondamental dans la mesure où, d'une part, il correspond aux connaissances que les collaborateurs de l'entreprise mettent à sa disposition ; et d'autre part, il permet le développement et l'amélioration des compétences et des procédures notamment par innovation. Le capital humain dispose, ainsi, d'un stock de connaissances qu'il peut augmenter par la formation et l'utiliser pour créer de nouvelles connaissances par l'innovation que celles-ci correspondent à des procédures de gestion, des brevets industriels ou des compétences managériales.

Nekka (2002) postule que les choix stratégiques de l'organisation et le style de management ont un impact significatif sur le capital humain. L'approche gestionnaire s'interroge dès lors sur le contexte organisationnel le plus favorable au développement

du capital humain, l'influence des choix stratégiques de l'entreprise sur ce dernier ou encore l'importance des styles de direction sur l'accumulation ou la dépréciation de ce capital.

3.3. La vision stratégique de la firme

L'influence du marché managérial sur la vision stratégique de l'entreprise s'explique par la relation entre les caractéristiques du dirigeant et les choix stratégiques qu'il engage et la contribution du capital humain managérial à l'orientation stratégique de l'entreprise.

3.3.1. Influence du dirigeant sur le choix stratégique de l'entreprise

Finkelstein et Hambrick (1990) apprécient que l'âge, la formation, l'expérience et le savoir-faire développé par le dirigeant dans ses fonctions précédentes, affectent sa prise de décision. Ce lien est à la base de la théorie des échelons supérieurs développée par Hambrick et Mason (1984) qui estiment que les résultats organisationnels, les choix stratégiques et les niveaux de performance de l'entreprise sont partiellement prédictibles par les caractéristiques des dirigeants.

Ces caractéristiques sont considérées refléter les valeurs et la base cognitive des acteurs détenant le pouvoir dans les entreprises. Cette modélisation des caractéristiques, où le dirigeant occupe la place centrale dans l'entreprise, s'oppose à d'autres courants théoriques, tels que de l'écologie des populations, dont la vision déterministe nie l'importance du dirigeant sur la performance de la firme.

S'appuyant sur les travaux de March et Simon (1958) sur la perspective du choix stratégique, les auteurs affirment que les choix stratégiques des entreprises reflètent les idiosyncrasies des dirigeants, dont les valeurs et la base cognitive agissent comme un filtre dans leur perception et leur interprétation des différentes situations auxquelles ils sont confrontés. Hambrick et Mason (1984) suggèrent que différents types de dirigeants sont associés à différents résultats organisationnels. Ainsi, l'analyse des caractéristiques managériales observables constitue un moyen d'opérationnaliser les idiosyncrasies des dirigeants.

Wiersema et Bantel (1992) retiennent que les perspectives cognitives des dirigeants, reflétées par leurs caractéristiques personnelles, sont liées à la propension de l'équipe à changer la stratégie de l'entreprise. En effet, certains traits des dirigeants tels que l'âge, l'expérience, la formation et le niveau d'éducation reflètent leur réceptivité au changement, à la prise de risque, à l'innovation et à la diversité de leurs sources d'information, influençant leur prise de décision.

3.3.2. Influence managériale sur la croissance externe de l'entreprise

Les opérations de fusions acquisitions sont bénéfiques pour l'entreprise au niveau des bienfaits tirés de la synergie ou encore de la diversification du risque idiosyncratique lorsqu'elles sont réalisées en dehors du secteur d'activité de l'entreprise. Cependant, plusieurs études montrent qu'en moyenne les rendements des acquéreurs sont plutôt négatifs. En effet, les opérations de fusions acquisitions ne se soldent pas forcément par une augmentation de la valeur de l'entreprise acquéreuse.

Par ailleurs, la théorie de l'agence de Jensen et Meckling (1976) admet que le dirigeant poursuit des intérêts qui peuvent aller à l'encontre de la richesse des actionnaires, ce qui peut s'expliquer soit par les motivations du dirigeant, soit par son pouvoir qui lui permet de satisfaire ses objectifs. En ce sens, le dirigeant a une influence significative sur les opérations de fusions acquisitions de l'entreprise (Mezghanni, 2010). Bertrand et Schoar (2003), quant à eux, estiment que la politique de fusions acquisitions de l'entreprise semble très influencée par le style de son dirigeant.

Toutefois, le besoin de pouvoir joue un rôle important dans la carrière d'un dirigeant par la mise en œuvre d'une politique de croissance externe. En effet, Finkelstein (1992) suppose que le dirigeant cherche à bâtir un empire grâce auquel il bénéficiera d'avantages pécuniaires et/ou en nature. Entre autres, ces opérations contribuent à stimuler les perspectives de carrière du dirigeant. Ce dernier cherche à renforcer sa position au sein de l'entreprise en orientant la firme vers des secteurs ou des partenaires spécifiques. Shleifer et Vishny (1989) suggèrent que cette motivation du dirigeant s'inscrit dans une démarche d'enracinement qui lui garantit davantage de sécurité et de marge de manœuvre au sein de l'entreprise. La prise de décisions du dirigeant peut être empreinte d'un excès de confiance (Malmendier et Tate, 2005).

Partant d'un cadre théorique constitué par la théorie des signaux, la théorie de l'agence et la théorie d'enracinement, on s'est focalisé sur le rôle du pouvoir managérial du dirigeant dans la création de valeur pour l'entreprise procédant à une opération de fusions acquisitions. La revue approfondie des recherches a permis de montrer les progrès qui ont été accomplis pour mieux formaliser le concept de capital humain du dirigeant et pour définir les critères rigoureux de mesure qui puissent répondre aux perspectives de gouvernance d'entreprise.

En effet, la question du capital humain du dirigeant et de son intégration dans le processus de création de valeur et de performance de l'entreprise n'est pas résolue par les théories classiques de la gouvernance d'entreprise, qui ne peuvent donner une valeur aux pratiques des dirigeants. Pour cela, il est nécessaire d'intégrer la dimension praxéologique du dirigeant au processus décisionnel des opérations de fusions acquisitions de l'entreprise.

Par ailleurs, ce chapitre met en évidence le changement d'état d'esprit qui touche une bonne part des investisseurs, y compris ceux animés par une logique strictement financière, qui ne peuvent plus ignorer la valeur sociale de l'entreprise. Dans le cadre des opérations de fusions acquisitions, comme l'attestent la plupart des investisseurs institutionnels, il est inévitable de s'intéresser au pouvoir managérial du dirigeant dans la mesure où il conditionne la performance de l'entreprise et donc la valeur ajoutée même du capital investisseur.

Tous ces constats valorisent, au sujet de l'activisme institutionnel et du pouvoir managérial face aux décisions stratégiques de fusions acquisitions, l'intérêt pratique et opérationnel de cette recherche. La revue de la littérature nous a permis de formuler les hypothèses que nous allons exposer et tester, dans la deuxième partie, et ce, dans le cas des entreprises françaises cotées.

DEUXIEME PARTIE -
Analyse empirique de l'influence
institutionnelle et du pouvoir
managérial sur la performance des
fusions acquisitions

Cette deuxième partie de la thèse est consacrée à vérifier l'ensemble des propositions théoriques issues de la première partie et se décompose en deux chapitres permettant de mener une analyse empirique qui étudie l'influence des investisseurs institutionnels et le pouvoir managérial sur la performance des décisions de fusions acquisitions.

Les propos de cette seconde partie se déroulent en deux chapitres :

Le premier chapitre (Chapitre 3) aborde la démarche méthodologique adoptée et la mise en œuvre de la recherche empirique. Les questions de recherche, la collecte des données et la modélisation empirique de l'influence des mécanismes de la gouvernance des entreprises acquéreuses françaises étudiées, sont exposées le long de ce chapitre.

Le deuxième chapitre (Chapitre 4) expose les résultats de cette recherche. En effet, l'étude de l'influence institutionnelle et du pouvoir managérial sur la performance des opérations de fusions acquisitions est réalisée à partir de trois outils économétriques :

- ✓ Une étude d'évènements ;
- ✓ Une régression linéaire ;
- ✓ La méthode des équations structurelles.

CHAPITRE 3

Démarche méthodologique et mise en œuvre de la recherche empirique

Présenter l'ensemble des choix méthodologiques de cette étude est l'objet de ce chapitre. Les différents courants de recherche exposés au sein des chapitres théoriques vont se trouver dotés par des hypothèses sous-jacentes et un cadre méthodologique permettant d'atteindre les objectifs de la recherche.

Toutefois, deux catégories de travaux divergent. Une première admettant que les investisseurs institutionnels sont de véritables traders, dont leur objectif est la maximisation de la rentabilité de leurs investissements à court terme. Une deuxième admettant que les proportions du capital de plus en plus importantes détenues par les investisseurs institutionnels impliquent l'abandon d'une attitude neutre. Elle suppose pour ce type d'investisseurs la possibilité d'exercer une influence notable sur les décisions prises par les dirigeants. Shleifer et Vishny (1986) estiment que ces institutionnels détenant des parts conséquentes de capital, acceptent des coûts de contrôle plus élevés pour protéger leur patrimoine.

Par ailleurs, face à cette éventuelle influence des institutionnels sur le pilotage des entreprises, le dirigeant agit en qualité de mandataire et est censé prendre des décisions conformes à l'intérêt de ses mandants. Si ces décisions permettent de juger de la qualité managériale du dirigeant, elles doivent être contrôlées et le dirigeant doit être surveillé afin qu'il ne s'écarte pas de sa mission d'action au sein de la gouvernance d'entreprise. Face à cette surveillance institutionnelle, l'analyse du pouvoir managérial du dirigeant dans l'entreprise doit être corroborée par l'analyse de son influence sur la performance de la firme en cas d'une décision de fusions acquisitions.

Pour se faire, la première section de ce chapitre traite la formulation des différentes hypothèses, issues de la partie théorique, ainsi que le cadre méthodologique. Quant à la proposition de recherche, présentée à la deuxième section, elle s'articule autour de deux axes. Le premier expose l'étude d'évènement et les différentes régressions effectuées. Le deuxième présente une analyse factorielle confirmatoire traitée à partir de la méthode des équations structurelles pour pallier les limites méthodologiques de la recherche.

Section 1. Formulation des hypothèses et du cadre méthodologique

A l'issue de la revue de la littérature qu'on a exposée dans la première partie, nous remarquons que les travaux empiriques (Bushee, 1998 ; Finkelstein, 1992 ; Finkelstein et Hambrick, 1990 ; Aktas et al., 2013) confirment l'influence exercée par les mécanismes de la gouvernance d'entreprise sur les décisions de fusions acquisitions. Mais ils ne débouchent pas sur un consensus quant à l'influence du comportement institutionnel et du pouvoir managérial sur la performance à court terme des opérations de fusions acquisitions. Pour pallier cette divergence, l'étude est abordée suite au développement des différentes hypothèses de la recherche (paragraphe §1 et §2). Cependant, toute étude empirique dans le domaine des sciences de gestion doit s'emparer d'un échantillon pour tester les différentes hypothèses proposées (paragraphe §3).

§1. Hypothèses du comportement institutionnel

La gouvernance d'entreprise a pour objectif d'assurer l'efficacité des structures de gestion et de vérifier que les actionnaires puissent jouer un rôle décisif dans les stratégies de l'entreprise. Pareillement, elle assure le bon fonctionnement des mécanismes de contrôle et d'incitation exercés par les actionnaires sur le dirigeant.

Toutefois, il existe des investisseurs institutionnels plus influents que d'autres sur les décisions stratégiques de l'entreprise. L'analyse du comportement de contrôle que peuvent adopter les investisseurs institutionnels, lors des décisions de croissance externe, face au pouvoir managérial nous amène à distinguer trois attitudes : la passivité, la neutralité et l'activisme.

En ce sens, les investisseurs institutionnels sont considérés comme un groupe non homogène du point de vue qu'ils peuvent adopter deux principaux comportements distincts. Ils peuvent, d'une part, opter pour un contrôle rigoureux au sein de la gouvernance d'entreprise. D'autre part, ils acceptent de ne pas s'impliquer dans la gestion des entreprises détenues en leur portefeuille. Ce qui constitue une source évidente de différenciation entre eux. Bushee (2001) et Chen et al. (2007) identifient trois principaux facteurs qui semblent être les plus influents du comportement

institutionnel à savoir : l'horizon de placement (1.1.), le niveau de participation (1.2.) et la nature de la relation des investisseurs institutionnels avec l'entreprise (1.3.).

1.1. Horizon de placement

Les horizons de placement des investisseurs institutionnels constituent une source primordiale de différenciation entre eux et conditionnent le type de comportement qu'ils adoptent. Les fonds de pension, ayant des rentes viagères à respecter à terme, ne supportent aucune pression immédiate de la part de leurs souscripteurs. Leurs décisions d'investissement sont ainsi évaluées en tenant compte des opportunités de croissance future des entreprises où ils décident d'investir.

Une telle stratégie de ces fonds influence la durée de détention de leur investissement d'où leur horizon de placement dans une même entreprise. Par contre, d'autres investisseurs institutionnels comme les SICAV en France, ayant des obligations fiduciaires à court terme envers leurs souscripteurs, optent le plus souvent pour des décisions d'investissement générant des profits à court terme. En conséquence, toute baisse du rendement des SICAV à court terme peut susciter un désengagement massif des souscripteurs et provoquer ainsi un problème de liquidité et un abaissement de performance pour ce type d'institutionnels.

Par conséquent, ce type d'investisseurs institutionnels adoptent généralement un horizon de placement inférieur à celui des fonds de pension et des prises de participation qu'ils peuvent facilement liquider à court terme. Choisir ainsi son horizon de placement dans une entreprise peut déterminer l'orientation passive ou active vis-à-vis de sa gouvernance. En ce sens, deux courants de pensée peuvent être identifiés : le premier affirme la myopie et l'orientation à court terme des institutionnels et le deuxième affirme le placement à long terme des investisseurs institutionnels.

Pour justifier les orientations à court terme des institutionnels, désignées dans la littérature par le comportement de l'investisseur myope, Bushee (1998) stipule que ces investisseurs institutionnels s'intéressent aux ressources à court terme de l'entreprise, ainsi qu'aux projets générant des rendements rapides, au détriment des projets à long terme pouvant maximiser la valeur de l'entreprise mais sur un horizon plus lointain.

Porter (1992) atteste que le but de ce type d'institutionnels est de profiter au maximum des variations du prix des titres, ce qui risque d'influencer négativement la performance de l'entreprise à long terme. Entre autres, cet horizon de placement à court terme les dissuade d'engager des coûts de contrôle de la gouvernance d'entreprise, étant donné que les bénéfices éventuels attendus d'un tel contrôle ne se réalisent pas à court terme.

Par ailleurs, ces investisseurs ont généralement des difficultés pour accéder aux informations spécifiques de l'entreprise du fait des asymétries d'informations, et ne sont pas aptes, de ce fait, à évaluer sa valeur à long terme. De plus, la myopie des investisseurs institutionnels risque de conduire les gestionnaires des firmes à adopter également un comportement myope.

Bushee (2001) suggère que face à ce type d'investisseurs, les dirigeants s'orientent vers des stratégies de sous-investissement à long terme, et réduisent les dépenses immatérielles, en particulier celles de recherche et développement, censées générer des revenus futurs substantiels. Leur but est d'assurer une croissance maximale des gains à court terme et d'éviter tout risque de détérioration du prix des actions de leur entreprise. Ainsi, avec un horizon d'investissement à court terme, les institutionnels seront plutôt orientés vers des comportements passifs à l'égard de la gouvernance d'entreprise.

Kochhar et David (1996) critiquent ce courant de recherche et suggèrent que ces acteurs optent plus souvent pour des gains à long terme que des profits à court terme résultant des fluctuations de prix des titres. Chen et al. (2007) estiment que les investisseurs institutionnels accordent plus d'attention à l'analyse des caractéristiques intrinsèques des entreprises et s'intéressent davantage aux bénéfices possibles à long terme.

Dans ce contexte, plus les investisseurs institutionnels maintiennent leurs participations dans une entreprise, plus ils améliorent leurs connaissances de la direction et des potentialités futures de celle-ci, et plus ils ont le privilège d'accéder aux informations privées. Ils ont ainsi plus intérêt à contrôler la gouvernance d'entreprise.

Par conséquent, plus les investisseurs institutionnels choisissent de conserver leurs investissements dans une entreprise, plus ils optent pour une participation effective dans la gouvernance et adoptent un comportement actif favorisant une performance meilleure

à long terme. L'horizon de placement des investisseurs institutionnels constitue donc une source d'hétérogénéité qui s'avère utile pour comprendre leur fonctionnement et l'impact sur la performance des entreprises.

H₁ : Les investisseurs institutionnels ayant une relation d'investissement de long terme influencent négativement la performance à court terme des opérations d'acquisitions.

1.2. Niveau de participation

Les investisseurs institutionnels ayant la capacité financière leur permettant de posséder des blocs de contrôle dans le capital des entreprises sont en mesure d'utiliser le pouvoir que ces blocs procurent. L'importance du pourcentage du capital qu'ils détiennent peut ainsi orienter leur comportement par rapport à la gouvernance d'entreprise. En effet, un institutionnel ayant un portefeuille diversifié, avec des participations minoritaires dans plusieurs entreprises n'est pas capable de supporter les coûts relatifs à la collecte, au traitement de l'information et au contrôle du dirigeant.

De plus, le contrôle de ce dernier est un coût qui s'accroît avec l'hétérogénéité des intérêts des différents actionnaires et la dispersion du capital. Khan et al. (2005) estiment que plus le nombre d'investisseurs institutionnels augmente dans une entreprise, plus ils ont des difficultés à se coordonner entre eux du fait de leurs objectifs et mode de gestion différents.

Entre autres, l'accroissement de la dispersion des investisseurs institutionnels dans une même entreprise diminue les bénéfices qu'un investisseur peut recevoir individuellement suite aux actions de contrôle qu'il engage car il supporte seul les coûts de contrôle et partage les bénéfices qui en résultent. Cela réduit par conséquent son intérêt à investir dans une telle action.

Ainsi, la dispersion de l'actionnariat des investisseurs institutionnels est plutôt associée à un comportement passif de ces derniers, même s'ils sont reconnus pour leur expertise et leur bonne maîtrise des coûts de contrôle quels que soient leurs niveaux de participation dans le capital des entreprises.

Par ailleurs, si un investisseur institutionnel détient une importante participation dans le capital d'une entreprise, il accordera beaucoup plus d'intérêt au contrôle du dirigeant, aussi bien dans sa gestion courante de l'entreprise, que pour les décisions stratégiques. Cette réflexion s'appuie sur les théories de l'agence et de la gouvernance d'entreprise, lesquelles se sont intéressées à la concentration de la propriété comme mécanisme de contrôle interne du gouvernement des entreprises, permettant de discipliner les dirigeants et de réduire les conflits d'intérêts.

Shleifer et Vishny (1986) soulignent que plus la propriété des titres d'une entreprise est concentrée entre les mains d'un nombre réduit d'investisseurs, spécialement les investisseurs institutionnels, plus les problèmes associés à la séparation entre la propriété et la gestion ont tendance à se réduire.

Chen et al. (2007) supportent l'hypothèse que les investisseurs institutionnels possédant des participations élevées au capital d'une entreprise sont capables de contrôler les dirigeants car les coûts d'agence et de coordination sont relativement faibles compte tenu de l'importance des fonds investis, et de la faible dispersion du capital.

Wahal (1996) associe l'activisme des institutionnels à l'importance de leurs mises de fonds dans les entreprises ciblées. Koh (2003) stipule qu'une action collective des institutionnels devient moins coûteuse avec une concentration de la propriété entre les mains d'un nombre réduit de ses investisseurs. En effet, la possibilité de former un groupe de nombre réduit et relativement homogène d'investisseurs institutionnels, peut faciliter la coordination et le contrôle et permet également de partager les coûts de contrôle entre les membres de ce groupe au lieu de les supporter individuellement.

Néanmoins, Pound (1988) admet que la concentration de la propriété entre les mains des investisseurs institutionnels peut inciter ces derniers à coopérer avec les dirigeants dans l'objectif de s'approprier des bénéfices privés. Leurs actions ne visent pas, ainsi, la maximisation de la richesse de l'ensemble des actionnaires. En effet, la relation entre le niveau de participation au capital et l'activisme des investisseurs institutionnels n'est donc pas garante d'un contrôle efficace des dirigeants.

H₂ : La dispersion du pourcentage d'actions détenu par les investisseurs institutionnels aboutit à un effet positif sur la performance à court terme des opérations d'acquisitions.

Au niveau empirique, plusieurs études (Black, 1990 ; Bushee, 1998 ; Dong et Ozkan, 2008) ont examiné principalement l'influence du niveau de participation des investisseurs institutionnels sur les décisions managériales stratégiques, et d'autres aspects relatifs à la gouvernance d'entreprise tels que la rémunération du dirigeant ou les pratiques de gestion et d'ajustement des résultats. Les résultats sont assez contrastés car ils sont fortement dépendants de l'environnement, de la périodicité ainsi que des variables utilisées. D'autres vérifications s'avèrent donc nécessaires pour les confirmer.

1.3. Nature de la relation des investisseurs institutionnels avec l'entreprise

Le dernier facteur d'influence identifié concerne les types de relations que peuvent développer les investisseurs institutionnels avec les entreprises. Ces relations varient de l'unique relation d'investissement à la possibilité de l'existence d'une relation d'affaires en plus de la relation d'investissement.

Brickley et al. (1988) dévoilent que les comportements des investisseurs institutionnels sont, dans ce cas, tributaires de cette typologie relationnelle. Une distinction des institutionnels s'effectue ainsi en fonction de la nature de la relation les liant aux entreprises. En conséquence, l'existence d'une dualité de relation engendre ses propres conflits d'intérêts pour les investisseurs institutionnels en affaiblissant leurs aptitudes à s'opposer aux dirigeants et en les incitant à agir en fonction des bénéfices escomptés des relations d'affaires existantes ou potentielles avec les entreprises où ils ont investi.

Toutefois, ce type d'investisseurs institutionnels est désigné dans la littérature par un groupe sensible aux pressions. C'est surtout le cas des compagnies d'assurance et des banques. Cependant, la présence de cette dualité de relations peut limiter tout contrôle de la part des institutionnels, ce qui implique un rôle plutôt passif de ces investisseurs. Par contre, l'absence d'une dualité de relations conduit à renforcer le contrôle exercé par les institutionnels qui n'ont, de ce fait, aucune contrainte ni pression pour évaluer les décisions des dirigeants et exercer leur droit de vote.

Brickley et al. (1988) développent que les investisseurs institutionnels ayant uniquement des relations d'investissement avec les entreprises de leur portefeuille sont désignés comme étant des investisseurs institutionnels non sensibles ou résistant aux pressions. Chen et al. (2007) acceptent que l'existence d'une unique relation d'investissement favorise un comportement actif des institutionnels vis-à-vis de la gouvernance d'entreprise dont ils sont actionnaires.

David et al. (2001) stipulent qu'il est important de signaler que pour ce facteur d'influence, les mises en évidence empiriques sont rares et concernent uniquement le marché américain. Elles confirment généralement l'hypothèse d'un comportement actif des institutionnels résistants aux pressions et développant des relations d'affaires à côté de leurs relations d'investissement avec les firmes. Ainsi, le comportement des investisseurs institutionnels à l'égard de la gouvernance et la performance des entreprises est tributaire de plusieurs facteurs interdépendants.

H₃ : Les investisseurs institutionnels en relation de dualité d'investissement et d'affaire influencent négativement la performance, à court terme, des opérations d'acquisitions.

§2. Hypothèses du pouvoir managérial

Partant de la théorie d'agence de Jensen et Meckling (1976) selon laquelle les dirigeants peuvent avoir des intérêts qui s'opposent à ceux des actionnaires, nous estimons que le pouvoir des dirigeants leur permet de satisfaire leurs propres objectifs. Shleifer et Vishny (1989) admettent qu'en orientant l'entreprise vers des stratégies de croissances spécifiques, les dirigeants cherchent à renforcer leur position. En effet les motivations des dirigeants s'inscrivent dans une démarche d'enracinement qui leur garantit davantage une marge de sécurité et de manœuvre.

Malmendier et Tate (2005) suggèrent que les stratégies décisionnelles du dirigeant acquéreur peuvent être empreintes d'un excès de confiance et d'une capacité surestimée de diriger au mieux l'entreprise que le dirigeant en place. En ce sens, quatre dimensions du pouvoir managérial sont établies par Finkelstein (1992) à savoir : le pouvoir structurel (2.1.), le pouvoir de propriété (2.2.), le pouvoir d'expertise (2.3.) et le pouvoir de prestige (2.4.).

2.1. Pouvoir structurel

Le pouvoir structurel renvoie au cumul des fonctions de président et de directeur général, cette dualité enrichit le pouvoir décisionnel du dirigeant de l'entreprise et lui permet une autorité légitime dans la prise de décisions. Oler et al. (2007) estiment que le dirigeant doit faire face aux critiques, vu qu'il est responsable des décisions infructueuses.

Par ailleurs, Baliga et al. (1996) quant à eux, ils prétendent que la dualité des fonctions du dirigeant évite la dilution des décisions managériales en réduisant le risque de chevauchement entre les décisions de la direction et les objectifs du conseil d'administration. Entre autres, les auteurs affirment que la dualité des fonctions de président et de directeur général ne crée pas de concurrence entre le président du conseil d'administration et le dirigeant. En effet, cette dualité des fonctions réduit le contrôle du conseil d'administration sur la gouvernance d'entreprise. Ainsi, le dirigeant qui est également président du conseil d'administration peut s'appuyer davantage sur son pouvoir et être plus confiant. Cette confiance structurelle conduit le dirigeant à ignorer les signaux envoyés et la réaction des investisseurs sur le marché boursier.

H₄ : Le pouvoir structurel du dirigeant influence positivement la performance d'une opération d'acquisition ayant suscité une réaction négative sur le marché.

2.2. Pouvoir de propriété

Jensen et Meckling (1976) affirment que l'implication du dirigeant dans le capital de l'entreprise l'amène à être plus concerné par les décisions d'investissement. Ainsi, son implication financière dans l'entreprise lui confère une crédibilité supérieure auprès des actionnaires. Le pouvoir d'un fondateur est un pouvoir de propriété qui amène le dirigeant à avoir un rôle clef au sein de l'entreprise. Fama et Jensen (1983) admettent que la propriété managériale est un mécanisme interne pour réduire les coûts d'agence.

En effet, les dirigeants à faible participation au capital de l'entreprise peuvent maximiser leur propre intérêt au détriment de celui des actionnaires. Cependant, plus le dirigeant se sent concerné par le capital de l'entreprise, plus il évitera les stratégies

décisionnelles risquées. Ainsi le pouvoir de propriété détermine positivement le degré auquel le dirigeant de l'entreprise est intéressé par la réaction du marché.

H₅ : Le pouvoir de propriété du dirigeant influence négativement la performance d'une opération d'acquisition ayant suscité une réaction négative sur le marché.

2.3. Pouvoir d'expertise

Finkelstein et Hambrick (1996) développent que l'expertise du dirigeant au sein d'une entreprise s'avère une bonne mesure du pouvoir pour plusieurs raisons. En effet, le pouvoir d'expertise du dirigeant ne s'exprime pas linéairement au cours du temps et se décompose en trois phases. Ainsi, un dirigeant récemment nommé au poste principal au sein de l'entreprise s'empêche de développer ses responsabilités.

Shen et Cannella (2002) postulent que beaucoup de dirigeants perdent leur poste au cours les trois premières années. Toutefois, Harris et Helfat (1997) suggèrent que le début du mandat du dirigeant coïncide avec un processus d'apprentissage qui l'amène à développer ses propres connaissances du fonctionnement de la firme.

Walters et al. (2007) montrent que la probabilité de la mise en place d'une acquisition sera peu élevée lorsque le dirigeant est nouvellement nommé.

Cependant, une fois cette phase d'apprentissage et de développement des connaissances achevée, le dirigeant prouve une expérience plus significative dans les stratégies décisionnelles. Shen et Cannella (2002) stipulent que l'ancienneté apporte de la crédibilité au dirigeant face aux actionnaires de l'entreprise.

Lehn et Zao (2006) admettent qu'une présence de longue durée dans l'entreprise permet au dirigeant de développer ses compétences et de créer son réseau de contacts clef dans l'entreprise. Entre autres, Finkelstein et Hambrick (1990) déterminent que l'ancienneté quand elle augmente, conduit le conseil d'administration de l'entreprise à accroître sa vigilance envers le dirigeant.

Par ailleurs, Finkelstein et Hambrick (1990) constatent que les dirigeants qui sont sur le point de prendre leur retraite, ont une aversion au risque encore plus élevée. Les auteurs montrent qu'un dirigeant avec une longue carrière ne prend pas une décision à laquelle la réaction du marché est négative.

H₆ : Le pouvoir d'expertise influence positivement la performance d'une opération d'acquisition ayant suscité une réaction négative sur le marché.

2.4. Pouvoir de prestige

Etre diplômé d'une école prestigieuse permet au dirigeant de bénéficier d'un réseau et prendre ainsi position dans le monde des affaires. En France, un dirigeant énarque ou polytechnicien représente un gage de compétence face aux actionnaires de l'entreprise. Entre autres, sa participation à d'autres conseils d'administration enrichit également son réseau.

En effet, ce pouvoir lui permet d'accéder à une information meilleure et d'établir des partenariats. Bauer et Bertin-Mourot (1995) réclament que le dirigeant, quelle que soit la durée de sa carrière, est souvent nommé à des conseils d'administration.

Ainsi, les conséquences de ce pouvoir sont multiples. En effet, le pouvoir de prestige accorde au dirigeant plus de confiance dans ses décisions. Palmer et Barber (2001) admettent que le lien entre les réseaux des dirigeants élites augmente la probabilité d'un événement d'acquisition puisqu'ils surestiment leur pouvoir même face à des réactions négatives du marché.

Entre autres, bien connecté, le dirigeant a accès aux informations privilégiées qui peuvent l'encourager à poursuivre des décisions désapprouvées par le marché. Cependant, le pouvoir de prestige accorde une légitimité et confère une importante capacité de persuasion au dirigeant lors de la prise de décision.

Lauenstein (1977) montre que les dirigeants sont capables de développer des relations amicales avec le conseil d'administration, de détourner leur attention loin des éléments désagréables et d'obtenir leur consentement.

Par ailleurs, le dirigeant protège son prestige et prend plus de risques pour finaliser une décision d'acquisition même si la réaction du marché ne l'approuve pas.

H₇ : Le pouvoir de prestige influence négativement la performance d'une opération d'acquisition ayant suscité une réaction négative sur le marché.

Tableau 1 : Synthèse des hypothèses de la recherche

Auteurs	Critère étudié	Hypothèse à tester
Bushee (1998) ; Black (1990) ; Bushee (2001) ; Chen et al. (2007) ; Porter (1992) ; Kochhar et David (1996) ; Wahal (1996) ; Sahut et Gharbi (2010) ; Brickley et al. (1988) ; Koh (2003) ; david et al. (2001) ; Dong et Ozkan (2008)	Horizon de placement	H₁ : Les investisseurs institutionnels ayant une relation d'investissement de long terme influencent négativement la performance à court terme des opérations d'acquisitions.
	Niveau de participation	H₂ : La dispersion du pourcentage d'actions détenu par les investisseurs institutionnels aboutit à un effet positif sur la performance à court terme des opérations d'acquisitions.
	Nature de la relation des investisseurs institutionnels avec l'entreprise acquéreuse	H₃ : Les investisseurs institutionnels en relation de dualité d'investissement et d'affaire influencent négativement la performance, à court terme, des opérations d'acquisitions.
Jensen et Meckling (1976) ; Myers et Majluf (1984) ; Shleifer et Vishny (1989) ; Williamson (1994) ; Jensen (1986) ; Roll (1986) ; Finkelstein (1992) ; Finkelstein et Hambrick (1990) ; Shen et Cannella (2002) ; Lehn et Zao (2006) ; Oler et al. (2007) ; Walters et al. (2007)	Pouvoir structurel	H₄ : Le pouvoir structurel du dirigeant influence positivement la performance d'une opération d'acquisition ayant suscité une réaction négative sur le marché.
	Pouvoir de propriété	H₅ : Le pouvoir de propriété du dirigeant influence négativement la performance d'une opération d'acquisition ayant suscité une réaction négative sur le marché.
	Pouvoir d'expertise	H₆ : Le pouvoir d'expertise influence positivement la performance d'une opération d'acquisition ayant suscité une réaction négative sur le marché.
	Pouvoir de prestige	H₇ : Le pouvoir de prestige influence négativement la performance d'une opération d'acquisition ayant suscité une réaction négative sur le marché.

§3. Cadre méthodologique d'investigation

Dans le cadre du cheminement de la recherche, l'élaboration de la partie empirique nécessite qu'au préalable des régularités et des précisions soient apportées quant à la démarche méthodologique déployée pour répondre à la problématique. Pour se faire, trois étapes ont été fixées : le positionnement épistémologique (3.1.), la sélection de l'échantillon et la collecte des données (3.2.) et la justification du choix des variables du modèle (3.3.).

3.1. Positionnement épistémologique

Le design d'une recherche constitue la toile à travers laquelle s'articulent les différentes composantes de cette étude. Royer et Zarlowski (1999) admettent que cette toile se compose principalement des questions de recherche, d'une revue de la littérature, des analyses et des résultats. Ainsi, des modèles de présentation du design d'une recherche sont utilisés selon la nature de l'étude, la problématique, la littérature et les données.

Perret et Girod-Séville (2002) soulignent que la réflexion épistémologique s'impose à tout chercheur soucieux d'effectuer une recherche sérieuse, car elle permet d'asseoir la validité et la légitimité de la recherche. Mbengue (1997), quant à lui, suggère que l'épistémologie assure la relation entre le chercheur et ce qui est connu dans la littérature. Cependant, l'ontologie traduit la question de la réalité, qui peut avoir une nature objective ou un construit social. En sciences de gestion, les paradigmes épistémologiques sont au nombre de trois :

- ✓ Le paradigme constructiviste ;
- ✓ Le paradigme interprétatif ;
- ✓ Le paradigme positiviste.

Kuhn (1983) estime que ces paradigmes engendrent autant de modèles ou cadres de référence dans lesquels peut s'inscrire une recherche. Ainsi, pour légitimer les fondements du phénomène étudié, le choix de la posture épistémologique s'avère primordial et déterminant. Ce sont ainsi ces trois paradigmes qui permettent le choix d'une posture épistémologique structurant la recherche. Cette dernière est basée sur une problématique de nature explicative ; une méthodologie quantitative est ainsi appropriée.

En conséquence, cette étude est dans un paradigme positiviste et la démarche hypothético-déductive consistera à porter un jugement sur la pertinence des hypothèses posées dans cette recherche.

3.2. Sélection de l'échantillon et collecte des données

3.2.1. Sélection de l'échantillon

L'analyse empirique porte sur les entreprises françaises. L'échantillon initial est composé de 750 acquisitions effectuées sur le marché boursier français. Pour pouvoir vérifier empiriquement les hypothèses précédemment développées, sont exclues de cet échantillon :

- ✓ Les prises de participations. Seules les opérations de prises de contrôle sont prises en compte ;
- ✓ Les entreprises ayant fait plus d'une acquisition en moins de trois années ;
- ✓ Les entreprises non cotées à l'indice boursier SBF 250 ;
- ✓ Les institutions financières à cause d'un biais méthodologique : le calcul de leurs performances ainsi que leurs pratiques de gouvernance respectives ne coïncident pas avec ceux des entreprises des autres secteurs ;
- ✓ Les firmes n'ayant pas d'historique de cotation suffisant ;

✓ Les firmes dont les données financières ou de gouvernance ne sont pas disponibles.

Après retraitements, l'échantillon global comprend 66 entreprises françaises acquéreuses cotées sur la période allant du 01/01/2002 au 31/12/2011.

3.2.2. Choix du contexte français

Le choix du contexte français se justifie par la vague d'institutionnalisation de la gouvernance qu'ont connue les entreprises françaises. Selon les données de l'OCDE, la part détenue par les investisseurs institutionnels en France a augmenté de plus de 60% sur la période 2002-2011.

En effet, la France est représentative du modèle continental auquel elle fait partie, et elle a connu depuis des années un envahissement institutionnel sur sa gouvernance d'entreprise d'où la convergence vers un système de dispersion de propriété tel que le système anglo-saxon. Ce dernier se caractérise par la dominance institutionnelle sur la gouvernance d'entreprise au détriment d'une approche de concentration de propriété, c'est le modèle *shareholders*.

Plihon et al. (2001) estiment une convergence du modèle français de *stakeholders* vers un modèle hybride assurant le pouvoir croissant des actionnaires minoritaires et le renforcement du rôle de régulation des autorités du marché. Ces autorités, représentées par l'AMF²⁶, veillent au bon fonctionnement des marchés financiers et à la régularité de l'information donnée aux acteurs de ces marchés.

3.2.3. Collecte des données

Pour mener à bien cette étude, un échantillon des entreprises ayant fait des opérations de fusions acquisitions sur le marché français sur la période 2002/2011 est rassemblé à partir de la base de données *Zephyr (Bureau Van Dijk)*. Le pourcentage de participation des différents investisseurs institutionnels dans le capital des entreprises françaises est collecté à partir de la base de données *Bloomberg*.

²⁶ Autorité des marchés financiers.

Cette base est probablement l'une des plus pertinentes parce qu'elle est assez homogène et détaillée. Toutes les informations concernant les dirigeants, telles que l'éducation, l'expérience et le nombre de mandats, étaient collectées à partir de la base de données *Dafsalien*s et du dictionnaire biographique *Who's Who*.

Quant aux données comptables et financières, elles ont été collectées à partir du dépouillement des rapports annuels de chaque entreprise de l'échantillon et de la base de données *Thomson One – Company Analysis*. Les cours boursiers sont extraits de la base de données *Thomson Research (Thomson Reuters)*.

3.3. Choix des variables et présentation du modèle de l'étude

L'objectif de ce travail est d'apporter des explications à la performance des opérations de fusions acquisitions des entreprises françaises cotées. La question posée dans cette recherche est de savoir s'il existe une influence des mécanismes de gouvernance à savoir l'activisme des investisseurs institutionnels et le pouvoir managérial sur la performance des croissances externes des entreprises acquéreuses.

Dans le but de tester les hypothèses déjà présentées, on procède en ce qui suit à identifier les variables à expliquer (variables dépendantes), puis les variables explicatives (variables indépendantes) et enfin les variables de contrôle. Un tableau de synthèse, résumant la définition, le mode de calcul et le signe d'influence sur chacune des hypothèses, est établi pour chaque type de variable.

3.3.1. Variables à expliquer

Charreaux (1997) admet que les mesures de performance portent à la fois sur la rentabilité économique, financière et boursière de l'entreprise. Ainsi, la performance de l'entreprise peut être mesurée à travers des indicateurs comptables ou bien des indicateurs mixtes basés sur des valeurs boursières. En effet, les indicateurs mixtes permettent d'éviter le problème de corrélation entre le niveau de rentabilité et la taille de l'entreprise. Cependant, les indicateurs comptables expliquent clairement l'utilisation des capitaux par l'entreprise.

✓ **ROA (Return On Assets)** : mesure la rentabilité économique de l'entreprise acquéreuse. En effet, cette variable représente la rentabilité des capitaux investis et exprime la capacité de ces capitaux à créer un certain niveau de bénéfices opérationnels pour l'entreprise acquéreuse (Eisenberg et al., 1998). La mesure retenue, dans cette étude, pour le calcul du ROA est :

$$\text{ROA} = \frac{\text{Bénéfices d'exploitation}}{\text{Total Actif}}$$

✓ **ROE (Return On Equity)** : mesure la rentabilité financière de l'entreprise acquéreuse. En effet, cette variable représente la rentabilité des capitaux propres et exprime la capacité des capitaux investis par les actionnaires à dégager un certain niveau de bénéfices nets (Lehman et Weigrand, 2000). La mesure retenue pour mesurer le ROE est la suivante :

$$\text{ROE} = \frac{\text{Bénéfices Nets}}{\text{Capitaux Propres}}$$

Par ailleurs, l'analyse empirique porte sur deux variables à expliquer, le ratio Q de Tobin d'une part et le rendement anormal cumulé (RAC) d'autre part. Ce choix se justifie par le fait que le Q de Tobin représente la mesure des opportunités de croissance future de l'entreprise et est calculé en ex-ante vu qu'il est évalué à partir de la valeur actuelle du marché (Bhagat et Bolton, 2008).

Le Q de Tobin permet d'évaluer la profitabilité de l'entreprise. En effet, ce ratio résume toute l'information utile et, contrairement à la rentabilité économique, il intègre les actifs intangibles. Par ailleurs, le Q de Tobin permet de contourner le problème de la modélisation des anticipations puisqu'il utilise les anticipations des agents économiques contenues dans les cours boursiers. Théoriquement, le Q de Tobin est égal au rapport de la valeur boursière de la firme au coût de remplacement de son capital.

$$Q \text{ tobin} = \frac{\text{Valeur de marché de la firme}}{\text{Valeur de remplacement des actifs}}$$

Doukas (1995) utilise le Q de Tobin pour identifier les entreprises qui effectuent des investissements judicieux et celles qui utilisent des flux de trésorerie disponibles à mauvais escient (Jensen, 1986). En effet, pour un Q de Tobin supérieur à 1, les entreprises sont considérées créatrices de valeur alors que pour un ratio inférieur à 1, elles sont taxées de surinvestissement. Ainsi, le Q de Tobin est adopté comme mesure à court terme de la performance des entreprises acquéreuses dans l'objectif de détecter le comportement des investisseurs institutionnels face à ces décisions de fusions acquisitions.

Par ailleurs, une deuxième variable dépendante est exprimée par le rendement anormal cumulé (RAC) de chacune des entreprises acquéreuses de l'échantillon observé autour de la date de l'annonce. Ce choix est justifié par une analyse des cours boursiers suite à l'arrivée d'une nouvelle information susceptibles d'affecter la profitabilité future de l'entreprise.

Le rendement anormal est supposé expliquer le pouvoir des dirigeants face aux décisions de fusions acquisitions malgré la réaction négative sur le marché. Suivant le modèle de Fuller et al. (2002) ; Moeller et al. (2004) et Aktas et al. (2013), pour calculer le RAC, on a construit des rendements anormaux quotidiens pour chaque entreprise. Ces rendements sont évalués à partir du logarithme de la différence entre deux prix de clôture quotidiens consécutifs. Par ailleurs, la période totale d'étude est scindée en deux sous-périodes. La première fenêtre est appelée fenêtre d'estimation et sert à l'évaluation des rendements normaux ; la seconde est la fenêtre d'évènement, comprenant l'évènement, constitué par l'annonce de la croissance externe.

3.3.2. Variables explicatives

Les variables explicatives de cette recherche sont représentées par la propriété institutionnelle et le pouvoir managérial.

❖ Variables liées à la propriété institutionnelle

Ces variables sont mesurées par le pourcentage du capital détenu par les investisseurs institutionnels et qui est égal au rapport suivant :

$$\% \text{ détenu} = \frac{\text{Nombre d'actions détenues par les Institutionnels}}{\text{Nombre total des actions}}$$

Suivant les mesures de Bushee (1998) et Wahal et McConnell (2000), on a considéré comme investisseurs institutionnels, les banques, les compagnies d'assurances, les sociétés d'investissement et les caisses de sécurité sociale.

- ✓ **BAAS** : cette variable englobe l'ensemble des banques et assurances actionnaires au sein des entreprises de l'échantillon.
- ✓ **PENSION** : cette variable définit les fonds de pension.
- ✓ **HEDMUT** : cette variable regroupe l'ensemble des investisseurs institutionnels à savoir les *hedge funds* et les *mutuel funds*.

❖ Variables liées au pouvoir managérial

Afin de mesurer le pouvoir managérial du dirigeant, on s'est basé sur la classification de Finkelstein (1992) qui propose quatre types de variables mesurant le pouvoir du dirigeant : le pouvoir structurel, le pouvoir de propriété, le pouvoir d'expertise et le pouvoir de prestige. Salancik et Pfeffer (1978) suggèrent que le pouvoir discrétionnaire du dirigeant dépend de l'environnement qui lui est imposé.

Par ailleurs, Almeida et al. (2005) estiment que l'influence managériale dépend du pouvoir discrétionnaire ainsi que de l'interaction entre ses caractéristiques managériales et le contexte organisationnel. Ainsi, le pouvoir représente la capacité du dirigeant à faire accepter voire à imposer ses décisions stratégiques aux différentes parties prenantes de l'entreprise. En ce sens, quatre variables sont développées :

✓ **Pstr** : cette variable définit le pouvoir structurel à travers le cumul des fonctions de président et de directeur général par le dirigeant.

$Pstr = 1$ si le dirigeant cumule les fonctions de président du conseil et de directeur général, 0 sinon

✓ **Ppro** : cette variable définit le pouvoir de propriété du fait que le pouvoir de fondateur ou héritier est assimilé à un pouvoir de paternité qui amène le dirigeant à avoir un rôle clef au sein de l'entreprise.

$Ppro = 1$ si le dirigeant est fondateur ou héritier, 0 sinon

✓ **Pexp** : cette variable représente le pouvoir d'expertise. En effet, l'ancienneté et l'expérience antérieure amènent le dirigeant à développer son propre processus décisionnel au sein de l'entreprise (Harris et Helfat (1997)).

$Pexp =$ Nombre d'années durant lesquelles le dirigeant occupe la fonction de PDG

✓ **Pprs** : cette variable détermine le pouvoir de prestige du dirigeant. En effet, être diplômé d'une école prestigieuse permet au dirigeant de bénéficier d'un réseau social d'affaires. Par ailleurs, la participation du dirigeant à d'autres conseils d'administration enrichit également son réseau et ainsi son prestige.

$Pprs = XENA + CONSEIL$

$XENA = 1$ si le dirigeant est diplômé de la Polytechnique ou ENA, 0 sinon.

$CONSEIL =$ Nombre de mandats d'administrateur dans d'autres entreprises.

3.3.3. Variables de contrôle

La recherche empirique inclut quatre variables de contrôle pour mieux déterminer l'influence des variables dépendantes du modèle. Thiétardt (2001) estime que l'intégration des variables de contrôle améliore le degré de validité externe des résultats.

Ainsi, l'insertion des variables de contrôle permet de mieux contrôler les variables qui peuvent influencer la performance des opérations de croissance externe des firmes acquéreuses : une variable définissant la taille de la firme mesurée par le total des actifs. Une deuxième variable mesure le niveau d'endettement de l'entreprise acquéreuse.

Les dividendes sont également considérés comme une troisième variable mesurant la part du bénéfice net annuel de l'entreprise distribué à l'ensemble des actionnaires. Enfin, la quatrième variable permet de mesurer les opportunités de croissance de la firme définies par les *Free Cash-Flow*.

✓ **TAILLE** : cette variable est mesurée soit par le logarithme de la capitalisation boursière, soit par le logarithme du montant total de l'actif ou encore par le logarithme du chiffre d'affaires. En effet, la taille de l'entreprise est communément utilisée comme un indicateur de performance de l'acquéreur, cette variable est mesurée à travers la capitalisation boursière de l'entreprise.

$$\text{TAILLE} = \text{Capitalisation boursière}$$

✓ **END** : Le niveau d'endettement est une variable mesurée par le ratio de la dette à moyen et à long terme sur l'actif total de l'entreprise acquéreuse. Les résultats antérieurs de l'impact du niveau d'endettement sur la performance des opérations de croissance externe sont mitigés. En effet, Harford (2005), Ghosh et Jain (2000), Kang et Zardkoohi (2005) prétendent une relation positive entre un niveau élevé d'endettement et la performance des acquisitions.

En revanche, Clark et Ofek (1994) et Linn et Switzer (2001) admettent l'absence d'une relation significative entre un endettement élevé et la performance des acquisitions. Cependant, Harris et Raviv (2012) soulignent que le niveau d'endettement permet de réduire les phénomènes d'agence et augmenter le contrôle des dirigeants.

$$\text{Dette} = \frac{\text{Valeur Comptable de la dette}}{\text{Total Actifs}}$$

✓ **DIV** : cette variable représente l'ensemble de dividendes par action de l'année. Shleifer et Vishny (1986) développent que l'impact de cette variable sur la performance des opérations de croissance externe s'explique par la thèse selon laquelle un actionnaire minoritaire, n'admettant aucune influence sur le dirigeant, a le pouvoir de contrôler plus efficacement ce dernier en exigeant notamment le versement de dividendes.

$$\text{DIV} = \frac{\text{Dividendes par Action}}{\text{Prix du titre à la fin de l'année}}$$

✓ **FCF** : cette variable est un indicateur de la performance de l'entreprise et permet d'étudier la politique de financement des entreprises et ses impacts sur les prises de contrôle (Jensen, 1986). Amihud et Lev (1981) estiment que les dirigeants disposant de FCF peuvent viser la diversification pour protéger leur capital humain. A cet effet, Jensen (1986) soutient que l'abondance de FCF à la disposition des dirigeants conduit à surpayer les acquisitions. Selon Poulain-Rehm (2005), le *cash* en excès incite les dirigeants à accroître la taille de leur entreprise au-delà du niveau optimal pour deux raisons. D'une part, cela leur permet d'augmenter les ressources sous leur contrôle et, par répercussion, d'augmenter leur pouvoir discrétionnaire et leur prestige. D'autre part, cela leur permet d'accroître le niveau de leur rémunération personnelle, dans la mesure où les hausses de rémunération sont liées à celles du chiffre d'affaires et à la croissance de l'entreprise. Les travaux empiriques de Harford (1999) et de Moeller et al. (2004) confirment ces propos. Ce processus de surinvestissement synonyme d'accroissement de la taille de l'entreprise favorise l'enracinement du dirigeant (Shleifer et Vishny, 1989).

$$\text{FCF} = \text{EBIT} - \text{IS} + \text{Amortissement} - \text{Variation du BFR} - \text{Investissement}$$

Tableau 2 : Typologie des variables du modèle

Typologie	Variables	Abréviation	Description	Hypothèses	Signe
Variable à expliquer	Rendement Anormal Cumulé	RAC	Cumul des rendements anormaux quotidiens		
	Rentabilité boursière à court terme	Q de tobin	Rentabilité Boursière de l'entreprise acquéreuse		
Variables explicatives	Fonds de Pension	PENSION	Part du capital détenu par les fonds de pension	H1	-
	Hedge funds et Mutuel funds	HEDMUT	Part du capital détenu par les hedge funds et les fonds mutuels	H2	+
	Banques et Assurances	BAAS	Part du capital détenu par les banques et les assurances	H3	-
	Pouvoir Structurel	Pstr	1 si le dirigeant cumule les fonctions de président et directeur général, 0 sinon	H4	+
	Pouvoir de Propriété	Ppro	1 si le dirigeant est fondateur ou héritier, 0 sinon	H5	-
	Pouvoir d'Expertise	Pexp	Nombre d'années durant lesquelles le dirigeant occupe la fonction de PDG	H6	+
	Pouvoir de Prestige (Pprs)	XENA	1 si le dirigeant est diplômé de la Polytechnique ou ENA, 0 sinon	H7	-
		CONSEIL	Nombre de mandats d'administrateur dans d'autres entreprises	H7	-
	Rentabilité Economique	ROA	Rentabilité Economique de l'entreprise acquéreuse		
	Rentabilité Financière	ROE	Rentabilité Financière de l'entreprise acquéreuse		
Variables de Contrôle	Taille de l'entreprise	Taille	Taille de l'entreprise acquéreuse		
	Endettement	END	Niveau d'endettement de l'entreprise acquéreuse		
	Dividendes	DIV	Valeur des dividendes de l'entreprise acquéreuse		
	Free Cash-Flow	FCF	Free Cash-Flow de l'entreprise acquéreuse		

Section 2. Présentation du modèle de la recherche

Après avoir présenté toutes les variables ainsi que leurs mesures, le modèle d'analyse permettant d'exprimer le lien entre le rendement anormal cumulé des opérations de croissance externe et les mécanismes de gouvernance d'entreprise est ainsi présenté.

Ce modèle permettra, entre autres, de vérifier l'influence de la typologie proposée des investisseurs institutionnels sur la performance des décisions des fusions acquisitions d'un côté et de vérifier l'influence du pouvoir managérial sur la performance des opérations de fusions acquisitions malgré la réaction négative du marché.

Modèle 1 (M1) : $Qtobin$ = fonction (INST, Variables explicatives) :

$$Qtobin_i = \beta_0 + \beta_1 BASS_i + \beta_2 PENSION_i + \beta_3 HEDMUT_i \\ + \beta_4 ROA_i + \beta_5 ROE_i + \beta_6 Taille_i + \beta_7 DIV_i + \beta_8 END_i + \beta_9 FCF_i + \varepsilon_i$$

Où $i = 1 \dots 66$ désigne les entreprises ;

ε_i : le terme d'erreur.

Modèle 2 (M2) : $RAC_{\text{négatif}}$ = fonction (POUVOIR, Variables explicatives) :

$$RAC_{\text{négatif}_i} = \beta_0 + \beta_1 PStr_i + \beta_2 PPr o_i + \beta_3 PExp_i + \beta_4 PPr s_i + \beta_5 ROA_i \\ + \beta_6 ROE_i + \beta_7 Taille_i + \beta_8 DIV_i + \beta_9 END_i + \beta_{10} FCF_i + \varepsilon_i$$

Où $i = 1 \dots 36$ désigne les entreprises ayant un RAC négatif ;

ε_i : le terme d'erreur.

§1. Etude d'évènement

Dans l'objectif d'examiner empiriquement les hypothèses formulées précédemment on aura recours principalement à la méthode des études d'événements et aux tests de stratégie d'investissement à savoir le cumul des rendements anormaux. En effet, la

méthodologie des études d'événements utilisée ici est celle basée sur l'approche d'analyse des résidus. Cette approche comporte deux phases. D'une part, la rentabilité «normale» est estimée sur la période d'estimation, période excluant la fenêtre d'événement. D'autre part, les taux de rentabilité anormaux sont calculés jour par jour sur la fenêtre d'événement, afin de vérifier s'ils sont statistiquement différents de zéro.

L'origine des études d'événement remonte à la fin des années soixante grâce aux travaux de Ball et Brown (1968) et Roll (1977) qui ont déchiffré les derniers développements en matière d'évaluation des actifs financiers de l'époque et plus particulièrement le modèle de marché. Cette étude d'évènement est une technique qui permet d'analyser les variations des cours boursiers suite à un évènement survenu sur le marché, et dont le principe est fondé sur l'idée selon laquelle les marchés financiers réagissent immédiatement à de nouvelles informations susceptibles d'affecter la profitabilité future de l'entreprise.

L'étude d'évènement permet ainsi de tester à la fois le contenu informatif de l'évènement et l'efficience du marché « puisque les informations divulguées par l'évènement ont été répercutées dans les prix des titres. En revanche, le fait de ne pas observer de mouvements significatifs des cours boursiers peut aussi bien venir de ce que l'évènement ne véhicule aucune information nouvelle ou de ce que le marché n'est pas efficient » (Dumontier et Martinez, 2001).

Dans ce cadre, l'étude d'évènement est souvent utilisée comme une technique servant à tester la forme semi-forte de l'efficience de marchés selon laquelle toute information rendue publique est instantanément incluse dans les cours des titres boursiers (Fama et al., 1969).

Cette méthodologie suppose ainsi que la réaction du marché à un évènement donné est exprimée par les rendements anormaux observés autour de la date de cet évènement. Les rendements anormaux sont donc définis par la différence entre les rendements des titres réellement observés sur le marché et une norme théorique traduisant l'évolution estimée des cours boursiers en l'absence de l'évènement étudié.

Par ailleurs, dans le cadre de l'approche classique des études d'événements, les rendements anormaux sont définis comme les erreurs de prédiction d'un modèle particulier caractérisant le processus de génération des taux de rentabilité des cours boursiers. En effet, les rendements anormaux sont mesurés par la différence de rentabilité entre le titre et la norme. Cette dernière représente la rentabilité du titre en l'absence de l'événement. Cependant, un problème se pose sur la méthode d'estimer la norme.

La littérature sur la méthodologie des études d'événements contient une pléthore de méthodes pour estimer cette norme telles que le modèle de marché, le modèle de rentabilités ajustées par la moyenne ou par le marché, le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF), le modèle de Fama et French (2012) et les modèles fondés sur la théorie d'évaluation par arbitrage (APT) de Ross et Lindenbergh (1981).

Brown et Warner (1985), quant à eux, ils comparent les résultats obtenus par différents modèles en utilisant des données quotidiennes. Ils mettent en évidence que le pouvoir et la spécification des tests sont à peu équivalents quelle que soit la méthode utilisée. Dans ce cas, ces tests tendent à rejeter trop souvent l'hypothèse nulle d'absence de rentabilités anormales, car les rentabilités ne sont pas indépendantes.

Brown et Warner (1985) estiment que les méthodologies reposant sur les hypothèses du modèle de marché et les tests paramétriques qui y sont associés, sont généralement robustes. Par conséquent, les auteurs estiment que des méthodes plus complexes n'aboutissent pas toujours à de meilleurs résultats que les modèles traditionnels pour mesurer les rentabilités anormales.

En ce sens, les deux méthodes recommandées par Brown et Warner (1985) sont retenues pour cette recherche, à savoir : le modèle de marché et le modèle de rentabilités ajustées par la moyenne. Par ailleurs, la démarche méthodologique des études d'événements est la même pour tout type d'événement et sa mise en œuvre est généralement faite selon quatre étapes.

Tableau 3 : Liste des décisions à prendre dans le cadre d'une étude d'évènement

Choix à effectuer	Observations
Fréquence des données	Une fréquence courte permet une mesure précise de la vitesse d'ajustement des prix mais peut créer des problèmes économétriques.
Méthode de calcul des rendements	Le choix entre une moyenne arithmétique et la forme logarithmique n'a au mieux qu'un effet limité sur les résultats.
Date de l'évènement	La détermination de la date de l'utilisation de l'information par le marché est plus pertinente que la date de l'annonce de l'information et permet d'aboutir à des résultats assez précis.
Durée de la fenêtre d'évènement	Le choix dépend de la nature de l'évènement et des caractéristiques du marché. Dans tous les cas, une fenêtre longue affaiblit la puissance des tests utilisés.
Durée de la période d'estimation	Trop longue, elle risque d'être contaminée par d'autres évènements, trop courte elle ne permet pas d'estimer le vrai modèle générateur du rendement.
Choix du modèle générateur des rendements	Le modèle de marché est le plus utilisé. Il est censé être plus riche que le modèle de la moyenne ajustée et que le modèle de l'indice de marché, sans pour autant être compliqué.
Agrégation du rendement anormal	La plupart des études utilisent la méthode du CAR (rendement anormal cumulé). Les tests dérivés dans la littérature sont d'ailleurs rattachés à cette méthode.
Choix du test statistique	Le choix concerne les tests paramétriques et non paramétriques.

1.1. Les paramètres des études d'évènements

Les paramètres de l'étude portent principalement sur la date de l'événement, la période de référence, et la fenêtre d'étude. La détermination de la date de l'événement s'avère être cruciale pour la suite de l'étude. En effet, la fixation d'une date ultérieure à la première manifestation de l'événement étudié peut donner des résultats biaisés. Ainsi, la date de l'événement correspond à la date d'annonce de l'opération d'acquisition.

Concernant la période d'estimation, Armitage (2006) relève que la longueur des périodes de référence est généralement comprise entre cent et trois-cents jours. Cette période est fixée, arbitrairement, à 245 jours pour isoler l'effet d'acquisition et construire un modèle pour les rendements « normaux ». L'estimation de la norme sera donc effectuée sur l'intervalle $[-250, -6]$ avant la date effective d'annonce de l'acquisition. La fenêtre d'étude correspond à la période d'observation de la réaction des cours autour de la date de l'événement t_0 . Cette période varie entre dix, vingt et quarante jours centrés sur la date d'annonce (Armitage (2006)).

A l'instar d'Aktas et al. (2013), qui ont observé une réaction des prix sur les cinq jours précédant la date d'annonce, la fenêtre d'étude s'étale sur les dix jours centrés sur la date d'annonce d'acquisition, c'est-à-dire cinq jours avant et cinq jours après la date t_0 .

1.2. Estimation de la norme

Comme déjà mentionné, sur la période de référence la rentabilité attendue en l'absence de l'événement peut être déterminée principalement par deux méthodes à savoir : le modèle de marché et le modèle de rentabilités ajustées par la moyenne.

« Une rentabilité anormale est un écart de rendement entre rentabilité observée et rentabilité attendue en l'absence d'événement » (Martinez, 2002). En effet, la rentabilité anormale du titre i à la date t est égale à la différence entre sa rentabilité observée à la date t et sa rentabilité normale estimée à cette date :

$$RA_{it} = R_{it} - K_{it} \text{ pour } t \in [-5, +5]$$

RA_{it} et R_{it} : représentent respectivement la rentabilité anormale du titre i à la date t et la rentabilité observée du titre i à la date t . K_{it} : désigne la rentabilité du titre de la société i à la date t en absence de l'événement. Il est aussi appelé la norme.

La norme K_{it} est ainsi estimée par les deux méthodes suivantes :

✓ **Modèle de marché**

Le modèle de marché donne une estimation de la rentabilité attendue des titres en fonction du risque et du rendement du marché. Cette approche est utilisée dans la majorité des travaux consacrés à l'étude de la réaction des cours boursiers. L'application du modèle de marché pour la détermination des rendements espérés sur la fenêtre d'événement consiste dans une première étape à estimer les coefficients du modèle du marché à partir des rendements des titres et de l'indice de marché sur la période de référence. La régression est faite selon la méthode des moindres carrés ordinaires. Ainsi, ce modèle suppose que la rentabilité attendue d'un titre donné est fonction linéaire de l'indice du marché à la même date. Pour chaque titre, les paramètres α et β sont estimés par la régression suivante :

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i * R_{mt} + \varepsilon_{it} \text{ pour } t \in [-250, -6]$$

Avec :

R_{mt} : désigne la rentabilité de l'indice SBF 250 à la date t et ε_{it} le terme d'erreur qui est classiquement supposé identiquement distribué, gaussien et non auto-corrélé.

L'indice du SBF 250 est utilisé pour cette étude. Le choix de cet indice s'explique par la taille de l'échantillon de 66 entreprises mais également par les caractéristiques des entreprises notamment en termes de taille. En effet, l'ensemble des entreprises de l'échantillon sont cotées à cet indice rassemblant les plus grandes capitalisations boursières sur le marché français.

Après estimation, les rendements attendus calculés pour chaque titre sur la fenêtre d'étude en fonction des coefficients estimés sur la période de référence, se présentent comme suit :

$$K_{it} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i * R_{mt} \text{ pour } t \in [-5, +5]$$

$\hat{\alpha}_i$ et $\hat{\beta}_i$: sont les coefficients estimés par la méthode des moindres carrés ordinaire.

✓ Méthode de rentabilités ajustées par la moyenne

L'approche par la moyenne qui éprouve l'estimation de la rentabilité attendue est faite par le calcul de la moyenne des rendements observés pour chaque titre sur la période de référence. Ainsi, les rendements théoriques sont supposés constants ; la rentabilité espérée d'un titre i est égale à la moyenne de ses rentabilités sur la période d'estimation. Ce modèle considère donc que la norme K_{it} est, pour chaque titre, indépendante du temps.

$$K_{it} = \frac{1}{245} \sum_{t=-250}^{-6} R_{it} \text{ pour } t \in [-5, +5]$$

1.3. Calcul des Rendements anormaux moyens et moyens cumulés

Une fois les rendements anormaux calculés, la réaction moyenne du marché est déduite en calculant la rentabilité anormale moyenne (RAM) à chaque date d'événement :

$$RAM_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N RA_{it} \text{ pour } t \in [-5, +5]$$

La rentabilité anormale moyenne cumulée (RAMC) est ensuite calculée comme suit :

$$RAMC_{T_1, T_2} = \sum_{t=T_1}^{T_2} RAM_t \text{ avec } -5 \leq T_1 < T_2 \leq +5$$

La dernière étape consiste à tester l'hypothèse nulle d'absence de rendements anormaux sur la période d'évènement. Pour cela, on doit tester si les rendements anormaux moyens et moyens cumulés sont statistiquement différentes de zéro.

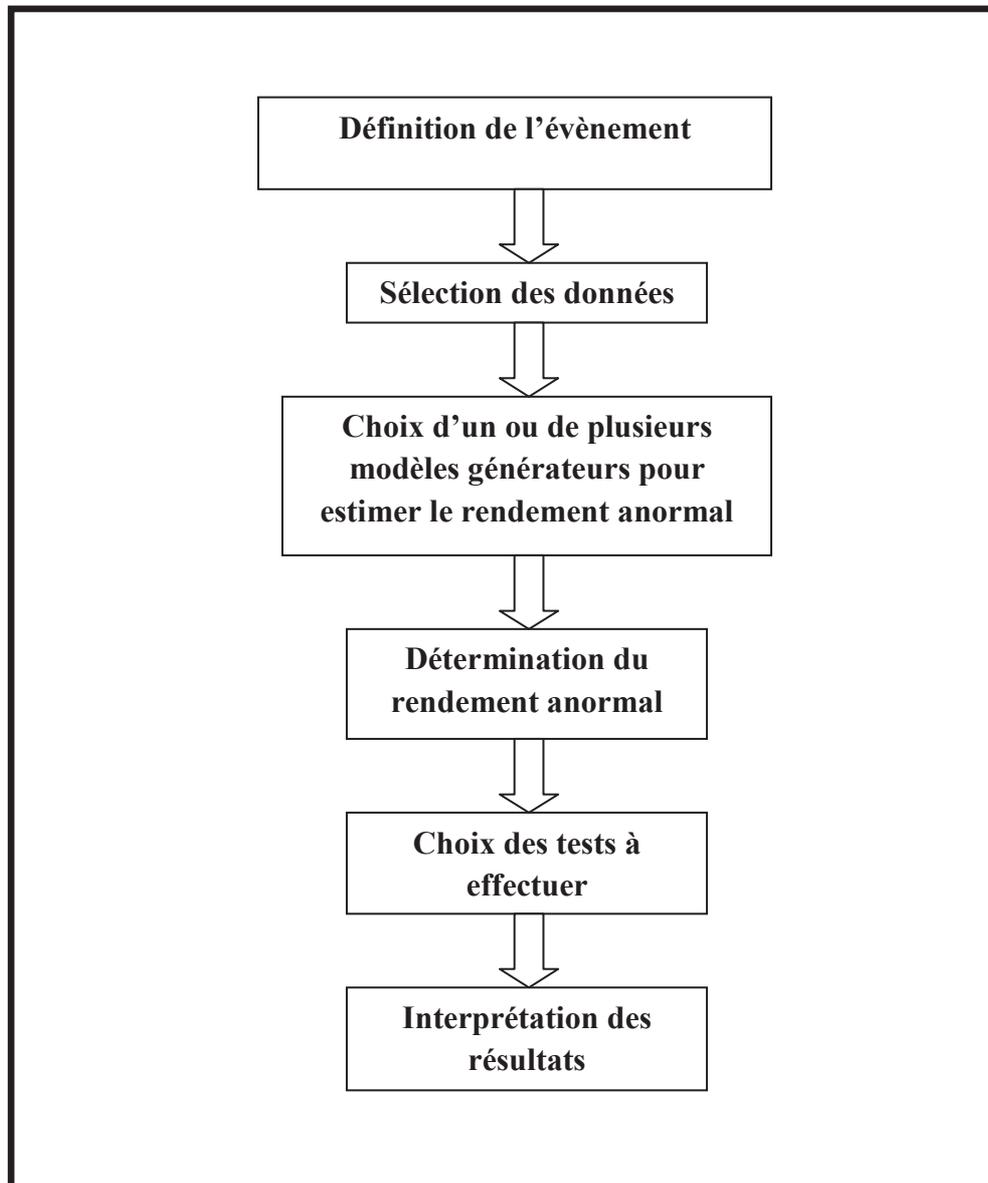


Figure 4 : Démarche usuelle de l'étude d'évènement

De Bodt et al. (2013) ont essayé d'adopter une approche plus objective en recourant à une analyse descriptive des rendements anormaux afin de décider quant à la nature des tests statistiques à utiliser. Ils utilisent un test paramétrique quand les rendements anormaux suivent une loi normale et un test non paramétrique quand des rendements anormaux s'écartent d'une manière flagrante d'une loi normale.

Cette deuxième approche est plus élaborée que la première, quoiqu'elle soit aussi entachée de choix arbitraires spécialement au niveau du choix du modèle générateur des rendements normaux.

1.4. Tests de significativité (les tests bi-variés)

Dans la littérature sur la méthodologie d'étude d'événement, deux types de test sont communément utilisés. D'un côté, les tests paramétriques tels que les tests en coupe transversale classique de Brown et Warner (1980) et les tests en coupe transversale standardisée de Patell (1976) et de Boehmer et al. (1991).

D'un autre côté, les tests non-paramétriques tels que les tests de signe généralisé, les tests de rang de Wilcoxon et les tests de rang de Corrado (1989). Plusieurs recherches²⁷ ont comparé ces différents tests sous différentes conditions.

Globalement, ces études montrent que la précision et la puissance de ces tests dépendent de la qualité d'estimation de la variance. Cette dernière est tributaire de problèmes tels que la dépendance sérielle des rendements anormaux, la corrélation entre les rendements anormaux des titres et la non-stationnarité des variances quotidiennes.

Ces problèmes sont souvent la résultante de la concentration des événements (*clustering*), la non-synchronisation des rendements des titres avec ceux de l'indice du marché, la fréquence de cotation des titres et la distribution non gaussienne des rendements anormaux. Ainsi, dans le cas où le saut de variance à la date d'événement est improbable, le test de rang de Corrado (1989) donne de meilleurs résultats.

En revanche, dans le cas d'une augmentation de la variance, le test de rang est moins précis et les tests de Boehmer et al. (1991) donnent relativement de meilleurs taux de rejection de l'hypothèse nulle quand la queue de distribution est épaisse.

²⁷ Brown et Warner (1980), Dyckman, Philbrick et Stephan (1984), Corrado (1989), Boehmer et al. (1991), Corrado et Zivney (1992), Cowan et Sergeant (1996).

Pour vérifier, ainsi, la significativité des rendements anormaux moyens et moyens cumulés, les deux tests statistiques suivants sont appliqués : le test en coupe transversale classique et le test de rang de Corrado (1989).

✓ **Test en coupe transversale classique**

Développé par Brown et Warner (1980), ce test utilise l'écart-type calculé en coupe transversale pour réaliser son *t-test*. La statistique qui en résulte s'écrit :

$$T_t = \frac{\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N RA_{it}}{\frac{1}{N} \sqrt{\sum_{i=1}^N \left[\frac{1}{T-1} \sum_{t=1}^T (RA_{it} - \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N RA_{it})^2 \right]}}$$

✓ **Test de rangs de Corrado (1989)**

Ce test est non paramétrique, sa procédure traite la période d'estimation et la période d'événement comme une seule série temporelle (dans cette étude, une série de 255 jours) et assigne un rang à chaque taux de rentabilité anormal quotidien de chaque entreprise. Le test consiste à comparer les rangs de la période d'événement avec le rang espéré moyen sous l'hypothèse nulle d'absence de rendements anormaux. L'avantage de ce test est l'absence d'hypothèse sur la distribution des rendements anormaux.

§2. La régression linéaire

Après avoir effectué l'étude d'événement pour déterminer les rendements anormaux cumulés des opérations de croissance externe des entreprises acquéreuses sur le marché français, la deuxième étape de l'étude empirique est proposée en recourant à la méthode de régression linéaire multiple.

La régression multiple est définie comme un outil permettant d'étudier et de mesurer la relation existant entre une variable (Y), dite variable expliquée, et d'autres variables (Xi), dites variables explicatives. Effectuer une régression multiple consiste à se baser sur les données d'un échantillon afin de déterminer une estimation de la relation

mathématique entre la variable expliquée et les variables explicatives. Les résultats d'une régression multiple sont donnés d'une part à travers l'équation de régression qui détermine la relation entre la variable expliquée et les variables explicatives, et d'autre part à travers divers coefficients.

La régression multiple permet aussi de :

- Déceler l'effet complémentaire ou, au contraire, antagoniste entre diverses variables explicatives ;
- Evaluer la précision et la signification ;
- Analyser l'action des variables explicatives sur la variable expliquée, afin de faire des estimations ou des prédictions.

Les calculs seront établis à l'aide du logiciel SPSS dans sa version 21.

Cependant, il demeure indispensable d'expliquer la signification de toutes ces terminologies présentes. Dans la terminologie courante, une variable explicative est appelée variable indépendante et la variable à expliquer est une variable dépendante.

Une variable indépendante est par contre, une variable dont la valeur n'est pas modifiée par la présence des autres variables à l'étude. En effet, la variable dépendante est une variable dont la valeur change en fonction d'une autre variable. La variable dépendante est celle qui reçoit l'effet, c'est celle qui montre la réponse, le comportement ou l'effet étudié par le chercheur. Elle est l'objet d'étude du ce dernier qui sélectionne les variables indépendantes considérées comme la cause possible des effets observés sur la variable dépendante.

La régression multiple est fortement utilisée si la question de recherche (lorsque la problématique implique une seule variable métrique et indépendante) présume l'intégration de changements probables dans les variables dépendantes (métrique et non métrique) en réponse aux changements effectués aux variables indépendantes (Hair et al., 1996).

Les hypothèses proposées tout au long de cette recherche examinent les effets des variables indépendantes sur les variables dépendantes exprimées par la performance des opérations de fusions acquisitions.

Sur le plan empirique, les hypothèses 1,2 et 3 examinent l'influence du comportement des investisseurs institutionnels sur la performance des opérations de fusions acquisitions. De même, l'impact du pouvoir managérial sur la performance de ces opérations est exprimé au travers des hypothèses 4, 5, 6 et 7.

En ce sens, l'objectif de cette recherche est double. Il s'agit de vérifier l'influence du degré d'activisme des investisseurs institutionnels sur la performance des décisions managériales de croissance externe au sein de la gouvernance d'entreprise, d'une part. Examiner le pouvoir managérial des dirigeants et son influence sur la performance des opérations de fusions acquisitions optées par la direction de l'entreprise malgré une réaction négative sur le marché financier, d'autre part.

Toutefois, les différentes lacunes, que présentent les régressions linéaires, semblent être dissuasives pour baser l'étude de l'influence des mécanismes de la gouvernance d'entreprise sur la performance des opérations de fusions acquisitions sur un seul modèle. Une deuxième analyse est ainsi proposée pour pallier aux éventuelles lacunes des régressions linéaires.

§3. Les méthodes des équations structurelles : choix méthodologique de l'analyse explicative

Dans un essai ciblant le dépassement des limites des modèles de régression linéaire, plusieurs études ont démontré l'intérêt de l'utilisation de l'analyse factorielle confirmatoire (AFC) afin de contrôler les biais des différentes mesures. Ainsi, les justifications de l'adoption des méthodes d'équations structurelles pour cette recherche, les étapes de la modélisation et les spécificités de l'analyse factorielle confirmatoire sont développées.

3.1. Les avantages méthodologiques de l'analyse factorielle confirmatoire

Trois avantages méthodologiques justifient le choix des équations structurelles comme approche d'analyse statistique de nos données :

- La possibilité d'inclure les erreurs de mesure dans le modèle. Hair et al. (1998) estiment que l'erreur de mesure est rarement prise en compte par les techniques de première génération telles que, pour la première partie de l'étude empirique, la régression linéaire qui entraîne souvent la sous-estimation ou la surestimation des relations entre les variables. A cet effet, l'analyse factorielle confirmatoire permet d'enlever les erreurs de mesure et rend les relations entre les variables latentes moins affectées par celles-ci. Par conséquent, des estimations plus précises des coefficients de régression par rapport aux méthodes classiques peuvent être obtenues.

- L'analyse factorielle confirmatoire permet d'introduire simultanément plusieurs variables à expliquer dans une même analyse. D'autant plus, elle permet d'altérer des relations entre plusieurs variables explicatives et expliquées et d'analyser des variables latentes. Ainsi, les effets réciproques entre deux variables à expliquer peuvent être testés. Par ailleurs, ces dernières peuvent jouer le rôle de variables explicatives d'une troisième, assumant ainsi le rôle de variables intermédiaires. Roussel et al. (2002) admettent que ce type de modèle admet la possibilité d'étudier les effets direct, indirect et total entre plusieurs variables. Dans ce modèle, la variable « pouvoir managérial » joue à la fois le rôle de variable expliquée et de variable explicative, c'est à dire un rôle médiateur difficilement pris en compte par la régression multiple. En effet, le pouvoir managérial, qui a une influence sur la performance des opérations de fusions acquisitions est lui-même influencé par un activisme des investisseurs institutionnels.

- L'étude porte sur des variables latentes non directement observables par le chercheur. Il s'agit de construits pour lesquels on ne dispose pas de mesure directe. Il est donc nécessaire de recourir à des variables indicatrices présumées liées fortement à la variable latente. La méthode des équations structurelles offre, ainsi, la possibilité de confirmation de la fiabilité des mesures et de la validité des construits dans le contexte théorique.

Roussel et al. (2002) suggèrent que le fonctionnement du modèle des équations structurelles repose sur une articulation de régression et d'analyse factorielle. Cette dernière sert à mesurer les variables latentes et produit ce qui est désigné par le terme « modèle de mesure de variable latente ».

Ainsi, pour Roussel et al. (2002), ce modèle de mesure sera d'une grande précision grâce à la prise en compte des erreurs de mesures dans toutes les procédures d'estimation, ce que les autres techniques multi-variées ne présentent pas. Cependant, les régressions multiples sont destinées à tester des effets supposés exister entre des variables. Elles produisent, à cet effet, un modèle de relation causale appelée système de relations linéaires structurelles.

Néanmoins, il est à signaler que les analyses causales transversales ne permettent pas de tester l'antériorité d'une variable sur une autre, condition nécessaire pour vérifier la causalité de relation entre les variables. Plus clairement, les modèles d'équations structurelles ne sont en mesure que d'apporter une information utile à l'inférence causale. Ils ne peuvent que valider ou falsifier des hypothèses qui supposent des relations causales entre des variables (Roussel et al., 2002).

3.2. La résolution de la modélisation structurelle

L'application des méthodes des équations structurelles doit vérifier un nombre d'étapes indispensables et des indices de qualité bien déterminés. Les étapes de la modélisation par les équations structurelles sont résumées par la figure suivante.

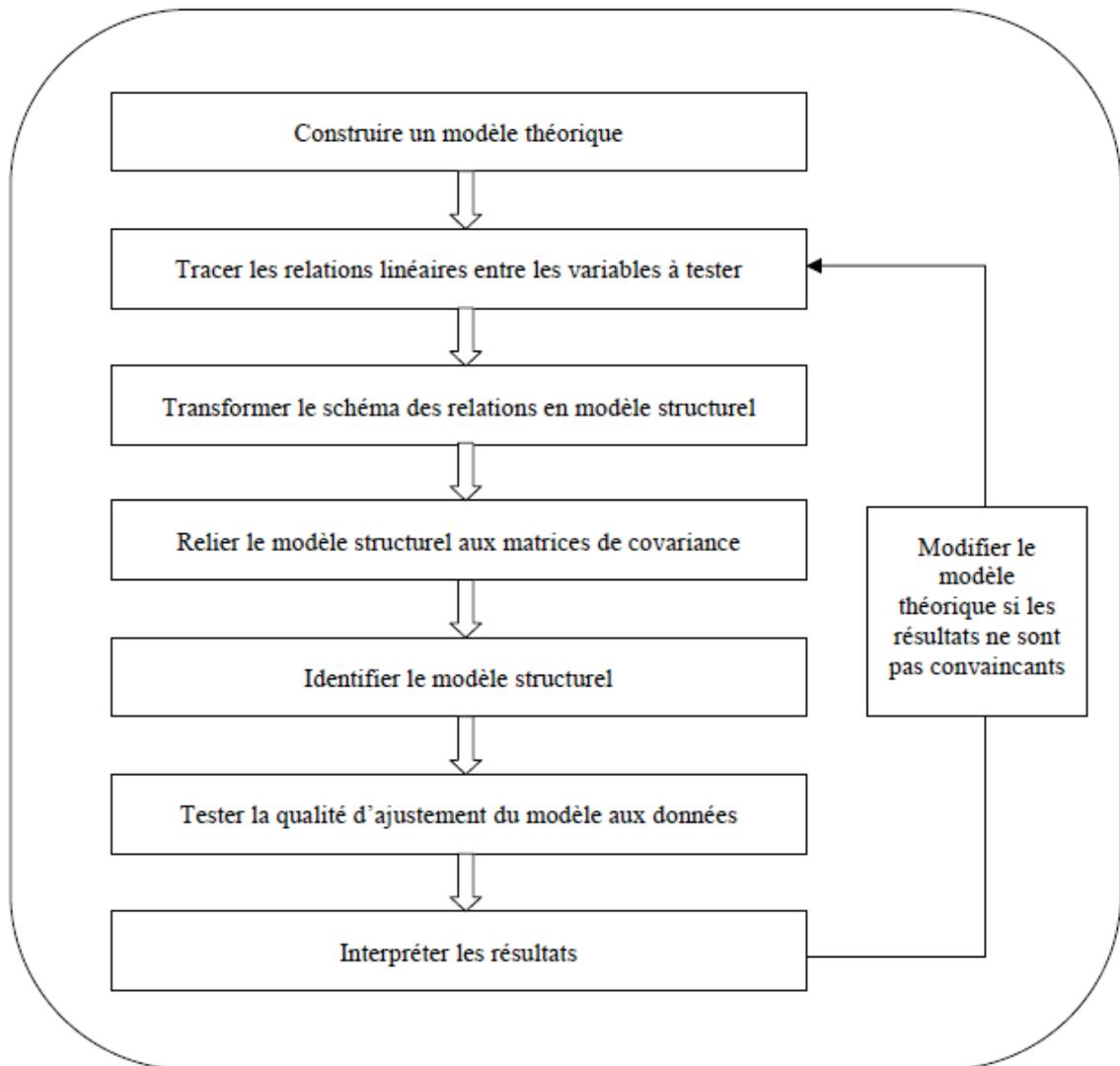


Figure 5 : Résolution d'un modèle d'équations structurelles

Adapté de Roussel et al. (2002)

3.2.1. Construction du modèle théorique

Roussel et al. (2002) soulignent que le modèle théorique est conçu comme un ensemble de relations proposant une explication cohérente et compréhensible d'un phénomène de gestion. Dans ce modèle chaque relation entre les variables est soutenue par une hypothèse qui s'appuie sur un cadre théorique ou des observations empiriques.

Durant cette phase de construction, la définition précise des concepts identifiés pour répondre à la problématique est essentielle. En effet, les définitions doivent mettre en évidence les dimensions qui constituent les concepts. L'erreur de spécification serait l'une des difficultés les plus courantes au cours de cette phase. Il s'agit de l'ignorance, volontaire ou non, de variables explicatives dans le modèle élaboré qui peut entraîner un biais d'estimation des effets des autres variables retenues.

3.2.2. Traçage du modèle

Il s'agit, en effet, d'une première étape consistant à construire un schéma de relations linéaires et d'une deuxième qui nécessite la transposition de ce schéma en modèles structurel et de mesure. Le but est de déterminer l'ensemble des relations entre les indicateurs et les variables latentes, d'une part, et déterminer le modèle structurel, d'autre part. Cette spécification consiste en pratique à représenter, d'abord le modèle sous la forme d'un schéma de relations linéaires et ensuite à sa mise en équations (Roussel et al., 2002). L'étape graphique obéit à certaines règles, les variables latentes sont représentées par des formes ovales et les indicateurs par des formes rectangulaires.

Dans le modèle globale ou conceptuel, plusieurs relations entre les différents types de variables peuvent être exprimées. Chaque variable identifiée par les logiciels de mesure doit se mettre en relation avec d'autres variables du même genre ou d'un genre différent. L'étendue de la différence entre ces derniers donne plusieurs dénominations dans la méthodologie des équations structurelles. Les différentes relations identifiables sont données par Roussel et al. (2002) dans le tableau suivant.

Tableau 4 : Variables et relations dans les méthodes d'équations structurelles

Les variables	
ξ (Ksi)	Variable latente explicative
η (Êta)	Variable latente expliquée
X	Indicateur de Ksi
Y	Indicateur d'Êta
ε (Epsilon)	Erreur de mesure des indicateurs
Les relations	
λ (Lambda)	Contribution factorielle (loading) de l'indicateur sur la variable latente
γ (Gamma)	Relation d'asymétrie entre ξ et η
ϕ (Phi)	Relation symétrique (covariance) entre deux ξ
ψ (Psi)	Relation symétrique (covariance) entre deux η
β (Bêta)	Relation linéaire entre deux η

La figure suivante récapitule rapidement les règles de présentation et de notation quant aux variables et aux relations.

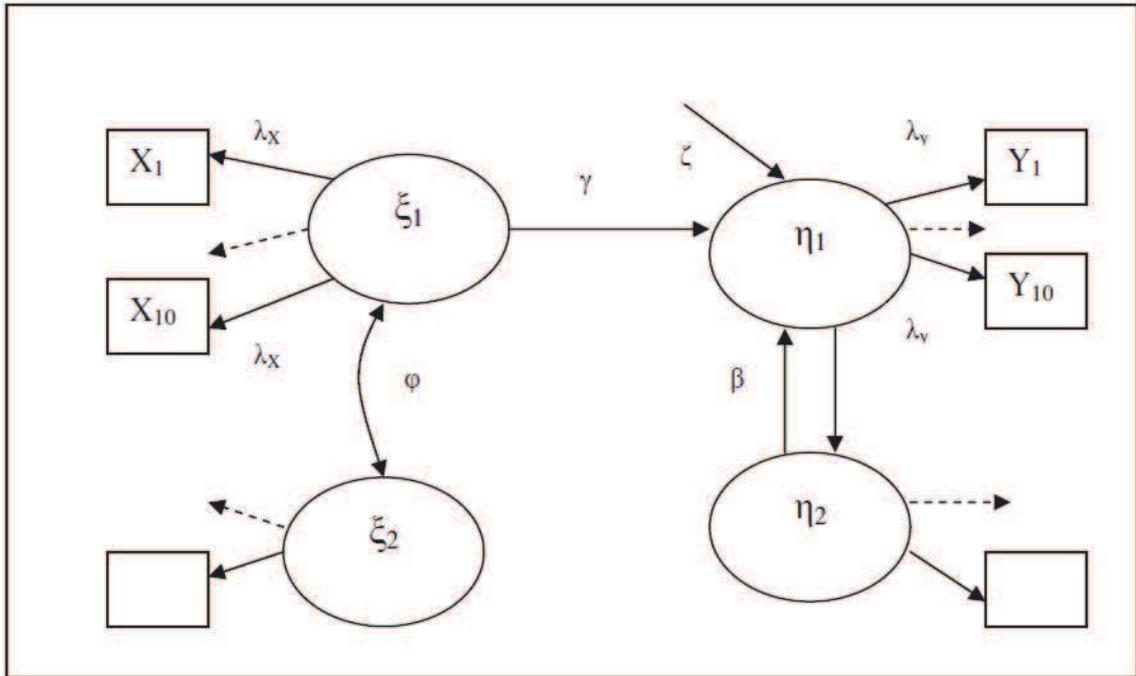


Figure 6 : Modèle des équations structurelles inspiré de Roussel et al. (2002)

3.2.3. Estimation du modèle

Certains choix préalables à l'estimation du modèle doivent être faits. Il s'agit de choisir la matrice de départ et la méthode d'estimation. Les méthodes des équations structurelles utilisent, comme matrice de départ, soit celle des variances-covariances soit celle des corrélations.

En outre, il est nécessaire de choisir une méthode d'estimation. La méthode du maximum de vraisemblance semble être la méthode la plus adoptée même si elle exige des conditions statistiques contraignantes. Roussel et al. (2002) estiment qu'elle donne des meilleurs résultats par rapport aux autres méthodes même en cas de violation des contraintes.

Par ailleurs, une autre question non moins importante est relative à la taille de l'échantillon. En effet, Roussel et al. (2002) soulignent que la taille minimale d'un échantillon doit être supérieure au nombre de paramètres c'est-à-dire au nombre de covariances ou de corrélations de la matrice de départ.

Hu et Bentler (1999) conseillent un ratio minimum de 5/1 entre la taille de l'échantillon et le nombre de paramètres libres à estimer. Pour Roussel et al. (2002), la méthode d'estimation par le maximum de vraisemblance peut fonctionner avec un minimum de 50 individus malgré que le nombre minimal recommandé soit de 100 individus.

3.2.4. Identification du modèle

Identifier un modèle signifie qu'il est théoriquement possible de calculer une estimation unique de chacun de ses paramètres (Roussel et al., 2002). Ainsi, deux conditions doivent être assurées ; il faut qu'il y ait au moins autant d'observations que de paramètres à estimer et qu'il y ait absence de multi-colinéarité entre les variables observées. La littérature technique relie le problème de l'identification à la notion de degré de liberté. En ce sens, l'évaluation d'un modèle repose sur deux règles. La première, qui est d'ordre, exige un nombre de degré de liberté supérieur à zéro. La seconde, qui est de rang, stipule que chaque paramètre doit être estimé de manière unique.

3.2.5. Interprétation des résultats

Avant de pouvoir interpréter les résultats des coefficients et des équations, il faut évaluer la qualité de l'ajustement du modèle aux données. En effet, l'ajustement doit être évalué successivement pour le modèle global, pour le modèle de mesure et pour le modèle structurel.

L'évaluation du modèle global se fait grâce à plusieurs indices classés en trois catégories : indices globaux, indices incrémentaux et indices de parcimonie. Le tableau suivant récapitule les valeurs clés de certains des indices les plus utilisés.

Tableau 5 : Synthèse sur les normes d'interprétation des indices

	Indices	Valeurs souhaitées
Indices absolus	χ^2 et scaled χ^2	+ petite possible (voir p associé)
	GFI, AGFI, Gamma 1 et 2	$\geq ,90$
	PNI	+ valeur petite possible
	PNNI	$\geq ,95$
	RMR et SRMR	+ petite possible, au gré du chercheur
	RMSEA	$\leq ,08$ ou mieux $\leq ,05$
Indices incrémentaux	NFI et ρ de Bollen	$\geq ,90$
	NNFI et δ de Bollen	$\geq ,90$
	CFI et RNI	$\geq ,90$
Indices de parcimonie	χ^2 normé	+ petite possible, entre 1, 2-3, voire 5
	AIC	+ petite possible (comparaison)
	PNFI	+ forte possible (comparaison)

Les indices calculés sont multiples et ils sont générés par le logiciel IBM SPSS AMOS version 21 à partir des quatre indices suivants :

Chi2 : cet indice évalue l'importance de la différence entre la matrice des données observées et la matrice reproduite par Amos en appliquant les contraintes postulées dans le modèle théorique. Un Chi2 significatif indique que le modèle ne reproduit pas correctement la matrice d'information. A l'inverse, un Chi2 non significatif révèle un

bon ajustement. Le problème avec ce premier indice, c'est que la taille des échantillons est telle que souvent des différences significatives seront détectées par le Chi2, alors que ces différences ne sont pas « théoriquement » de grande importance. Il est donc possible de conserver un modèle même en présence d'un Chi2 significatif.

GFI (*goodness-of-fit index*) : cet indice donne une idée de la proportion de variance/covariance des données, expliquée par le modèle. La valeur de ce coefficient doit tendre vers 1.00 (les valeurs de 0.7 et plus sont jugées adéquates).

Adjusted GFI : cet indice s'interprète comme le précédent. Il donne un estimé plus conservateur car il est ajusté pour le nombre de paramètres estimés dans le modèle. Contrairement au Chi2 les indices GFI ne sont pas influencés par la taille des échantillons.

RMR : (*root-mean-square residual*) : cet indice correspond à la différence moyenne entre les éléments de la matrice d'information et la matrice reconstituée par Amos. Dans le cas des matrices de corrélation l'indice RMR devrait être < 0.05 . Pour les matrices de covariance cette règle n'est pas utilisable.

Par ailleurs, l'évaluation de l'ajustement du modèle structurel se base sur l'observation des coefficients et de leur signification. Il est aussi possible d'examiner les coefficients structurels standardisés. Enfin, un coefficient calculé pour les variables dépendantes (équivalent au R^2 de la régression) renseignera sur la variance expliquée par les relations linéaires.

Le deuxième volet de cette phase concerne effectivement l'interprétation des résultats et peut enfin être mis en œuvre. Cet examen vise à confronter les résultats avec les hypothèses théoriques qui sous-tendent le modèle théorique (Roussel et al.,2002).

Cette synthèse détaillée du comportement institutionnel et du pouvoir managérial a permis de développer les hypothèses de recherche. Pour vérifier empiriquement ces dernières, le cadre méthodologique d'investigation est présenté en deuxième section de ce chapitre. On a identifié, en premier lieu, le design et l'épistémologie de cette recherche. La procédure de sélection de l'échantillon ainsi que les sources et la collecte

des données nécessaires pour la validation empirique de cette recherche sont ensuite décrites. Puis, toutes les variables dépendantes, indépendantes et de contrôle nécessaires pour la modélisation ainsi que leurs mesures sont définies. Enfin, ce chapitre est clôturé avec la méthodologie nécessaire pour vérifier empiriquement les différents modèles de recherche qui seront développés dans le quatrième chapitre.

CHAPITRE 4 - Présentation et discussion des résultats

Ce chapitre aura pour objectif de présenter et discuter les résultats de la recherche en testant les hypothèses de recherche avancées sur les données collectées.

Afin que cette étude soit bien menée, ce chapitre est réparti en deux sections. Ces dernières ont été désignées pour répondre à la problématique de la recherche.

Le comportement des investisseurs institutionnels et le pouvoir managérial des dirigeants ainsi que leurs impacts sur les décisions de fusions acquisitions sont la source d'une influence sur la performance à court terme des entreprises acquéreuses. La vérification empirique de ce postulat est présentée dans la première section.

La seconde section traite l'influence du comportement institutionnel et du pouvoir managérial sur la performance à court terme des opérations de fusions acquisitions au travers des équations structurelles. A cet effet, une analyse factorielle confirmatoire est adoptée dans l'objectif de vérifier les différents résultats obtenus du développement empirique de la première section. Ainsi, la formalisation des conclusions et l'interprétation des résultats constituent l'étape finale de l'étude.

Section 1 : Vérification de l'influence du comportement institutionnel et du pouvoir managérial sur les opérations de fusions acquisitions

Cette section a pour objectif la vérification empirique de l'influence des investisseurs institutionnels (paragraphe §1) ainsi que du dirigeant sur les décisions de fusions acquisitions au sein de la gouvernance d'entreprise (paragraphe §2).

§1. Influence institutionnelle sur les opérations de fusions acquisitions

Le contrôle exercé par les investisseurs institutionnels ainsi que son impact sur la performance de l'entreprise ont été étudiés dans plusieurs recherches. Cet impact est, cependant, de nature ambiguë (Dahia et al., 1998 ; Denis et al., 1997). Mikkelsen et Rubach (1985) repèrent des rendements positifs anormaux pour l'entreprise acquéreuse associés à l'annonce d'une opération d'acquisition d'une part égale ou supérieure à 5% des actions. McConnel et Servaes (1990) affirment une relation positive entre la présence des investisseurs institutionnels et la performance de l'entreprise mesurée par le Q de Tobin.

Néanmoins, Pound (1988), Barclay et Holderness (1991) et Loderer et Martin (1993) postulent que l'intensité de cette relation dépend du comportement de ce type d'actionnaires, et que ces derniers n'influencent la performance de la firme acquéreuse que lorsqu'ils sont impliqués de façon active dans la gouvernance d'entreprise.

Par conséquent, l'effet des investisseurs institutionnels, simples gestionnaires de fonds, sur la performance n'est pas neutre. Il leur est attribué, souvent, la responsabilité d'un brusque mouvement boursier, d'une restructuration importante mais également l'éviction des dirigeants (Omri, 2002).

Batsch (2002) admet que la taille de plus en plus importante de participations des investisseurs institutionnels dans plusieurs entreprises les incite à abandonner une attitude purement spéculative. Ils ont les moyens et compétences nécessaires pour contrôler la gouvernance d'entreprise dont ils sont actionnaires.

Dans ce cadre le comportement qu'il soit passif ou actif des investisseurs institutionnels dépend probablement du niveau de participations des institutionnels, de leur horizon d'investissement, qui peut varier du court au long terme, et de la nature de leur relation avec les entreprises dans lesquelles ils investissent (Habib et Ajina, 2014).

Etudier, ainsi, empiriquement l'impact des investisseurs institutionnels, mécanisme de contrôle au sein de la gouvernance d'entreprise, sur la performance des firmes acquéreuses est le premier objectif de cette recherche. Pour se faire, nous avons choisi comme indicateur de mesure de la performance, le ratio Q de Tobin qui combine les mesures comptables ainsi que boursières.

En effet, l'utilisation des mesures boursières comme indicateurs de performance est fortement controversée. Par ailleurs, les indicateurs comptables communiquent très peu d'informations et reflètent une performance périodique sans aucune considération de la performance future qui pourra être affectée par les décisions managériales (Charreaux, 1999 ; Omri, 2002).

1.1. Méthodologie, échantillon et données de l'étude

L'influence des investisseurs institutionnels sur la performance des opérations de croissance externe des firmes acquéreuses repose sur une régression linéaire traduisant le comportement hétérogène des institutionnels au sein de la gouvernance d'un échantillon de 66 entreprises acquéreuses cotées sur le marché français sur la période 2002/2011.

La modélisation empirique débute ainsi par une analyse descriptive de l'échantillon, des tests de normalité et de colinéarité sont ensuite développés, pour finir par une régression multi-variée des différentes variables du modèle sur la performance des entreprises acquéreuses.

1.1.1. Analyse descriptive de l'échantillon

Les statistiques descriptives de l'ensemble de l'échantillon sur la période de l'étude sont présentées dans le tableau suivant.

Tableau 6 : Statistiques descriptives de l'échantillon sur la période d'étude

Variables	N	Minimum	Maximum	Moyenne	Ecart type
Qtobin	66	0,14	4,20	0,7698	0,64491
ROE	66	-31,55	208,38	17,1914	29,94107
ROA	66	-14,86	36,11	5,7809	6,66475
HEDMUT	66	0,00	55,48	10,5667	13,89924
PENSION	66	0,00	50,22	4,5192	8,70986
BAAS	66	0,00	91,63	10,1673	17,54058
Taille	66	5,37	11,54	9,0353	1,37769
DIV	66	0,00	73,14	10,4602	17,69313
END	66	0,00	74379,86	8177,5153	13837,23914
FCF	66	-4752,00	8859,82	453,2870	1597,39444

Note : cette analyse descriptive est étudiée à partir de la performance à court terme mesurée par le ratio Q de Tobin, la typologie des investisseurs institutionnels de notre échantillon et les différentes variables de contrôle du modèle.

Ce tableau rapporte les statistiques descriptives pour toutes les variables de notre première étude. La performance à court terme exprimée par le ratio Q de Tobin présente un minimum de 0,14 et un maximum de 4,20 pour les entreprises acquéreuses de notre échantillon. La moyenne de ce ratio est égale à 0,769 ; ce facteur est un indicateur de la qualité de l'équipe dirigeante en place.

Toutefois, un ratio supérieur à 1 indique que les décisions de fusions acquisitions de l'entreprise sont perçues favorablement par les investisseurs sur le marché financier. En effet, les entreprises acquéreuses possédant un ratio Q de Tobin élevé dégagent un rendement substantiellement plus important que celles qui possèdent un faible ratio Q de Tobin (Doukas, 1995).

Par ailleurs, l'actionnariat des investisseurs institutionnels s'est accrue ces dernières années en France, particulièrement avec la montée en puissance d'un nouveau type d'investisseurs institutionnels, les hedge fonds et les mutuels fonds, à coté de ceux désignés comme investisseurs classiques, banques, compagnies d'assurances et fonds de pension.

La part croissante détenue par les investisseurs institutionnels dans plusieurs entreprises françaises leur permet de jouer un rôle essentiel au sein de la gouvernance d'entreprise, et par conséquent d'avoir un impact sur la performance des firmes acquéreuses.

La variable HEDMUT représente le pourcentage d'actions détenues par les hedge fonds et les mutuels fonds. Ce type d'investisseurs institutionnels, caractérisés par leur spéculation à court terme, détiennent des pourcentages qui varient de 0 à 55,48 % des capitaux des entreprises françaises cotées. Leur participation moyenne sur le marché financier français s'élève à 10,566 %.

Le pourcentage d'actions détenues par les fonds de pension est représenté par la variable PENSION. Cette catégorie est caractérisée par leur investissement à long terme et détienne des pourcentages de participations sur le marché financier qui varient de 0 à 50,22 % avec une moyenne de 4,519 % pour notre échantillon d'entreprises étudiées.

Le pourcentage d'actions détenues par les banques et assurances est symbolisé par la variable BAAS. Ces actionnaires sont caractérisés par une dualité d'investissement et d'affaire au sein des entreprises de notre échantillon, détiennent des pourcentages de participations qui varient de 0 à 91,63 % avec une moyenne de 10,167 %.

Les résultats menés par Olivero et Jarboui (2006), sur un échantillon de 132 entreprises françaises, montrent que la part des actionnaires institutionnels dans le capital est de 18,25 %. La participation moyenne des investisseurs institutionnels au sein des entreprises françaises acquéreuses de notre échantillon étudié s'élève à 25,25 %, ce qui explique l'importance d'étudier l'influence de ce type d'investisseurs sur la prise de décision managériale au sein de la gouvernance et la performance des entreprises acquéreuses françaises cotées. Cette influence est étudiée selon le comportement de chaque type des investisseurs institutionnels.

Dans le même tableau, nous trouvons les principales statistiques des différentes variables de contrôle de notre modèle. La rentabilité des actifs, désignée par la variable ROA, est en moyenne de 5,78 % avec écart-type de 6,66 %. La rentabilité des capitaux propres, indiquée par la variable ROE, présente une volatilité très importante avec une

moyenne de 17,19 %. Ceci montre que le niveau de performance diffère d'une entreprise à l'autre pour notre échantillon étudié.

Les entreprises acquéreuses de notre échantillon admettent un niveau d'endettement, désigné par la variable END, assez élevé avec une moyenne de 8177,515 et un indicateur de performance exprimé par la variable FCF assez élevé aussi avec une moyenne de 453,287.

Néanmoins, la distribution de dividendes des entreprises acquéreuses, exprimée par la variable DIV, est remarquablement faible sur la période de fusions acquisitions et elle est d'une moyenne de 10,46.

1.1.2. Test de normalité

Le tableau suivant représente les mesures des coefficients d'asymétrie et d'aplatissement de la variable à expliquer du modèle :

Tableau 7 : Test de normalité selon les coefficients Skewness et Kurtosis

N	Skewness			Kurtosis		
	Asymétrie	Erreur std. D'asymétrie	P-value	Aplatissement	Erreur std. D'aplatissement	P-value
66	0,264	0,295	0,894	0,500	0,582	0,859

Le coefficient de Skewness permet de mesurer l'asymétrie de la distribution, c'est un moment d'ordre 3 et il est mesuré par :

$$S = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \left(\frac{(x_i - \bar{x})}{\sigma} \right)^3$$

Le coefficient Kurtosis sert à mesurer le degré d'aplatissement des queues de la distribution :

$$K = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \left(\frac{(x_i - \bar{x})}{\sigma} \right)^4$$

Les résultats des tests d'asymétrie et d'aplatissement effectués permettent d'accepter l'hypothèse H_0 de normalité de distribution pour la variable à expliquer Q de Tobin. Le schéma suivant confirme la normalité de notre variable de performance à court terme exprimée par le ratio Q de Tobin.

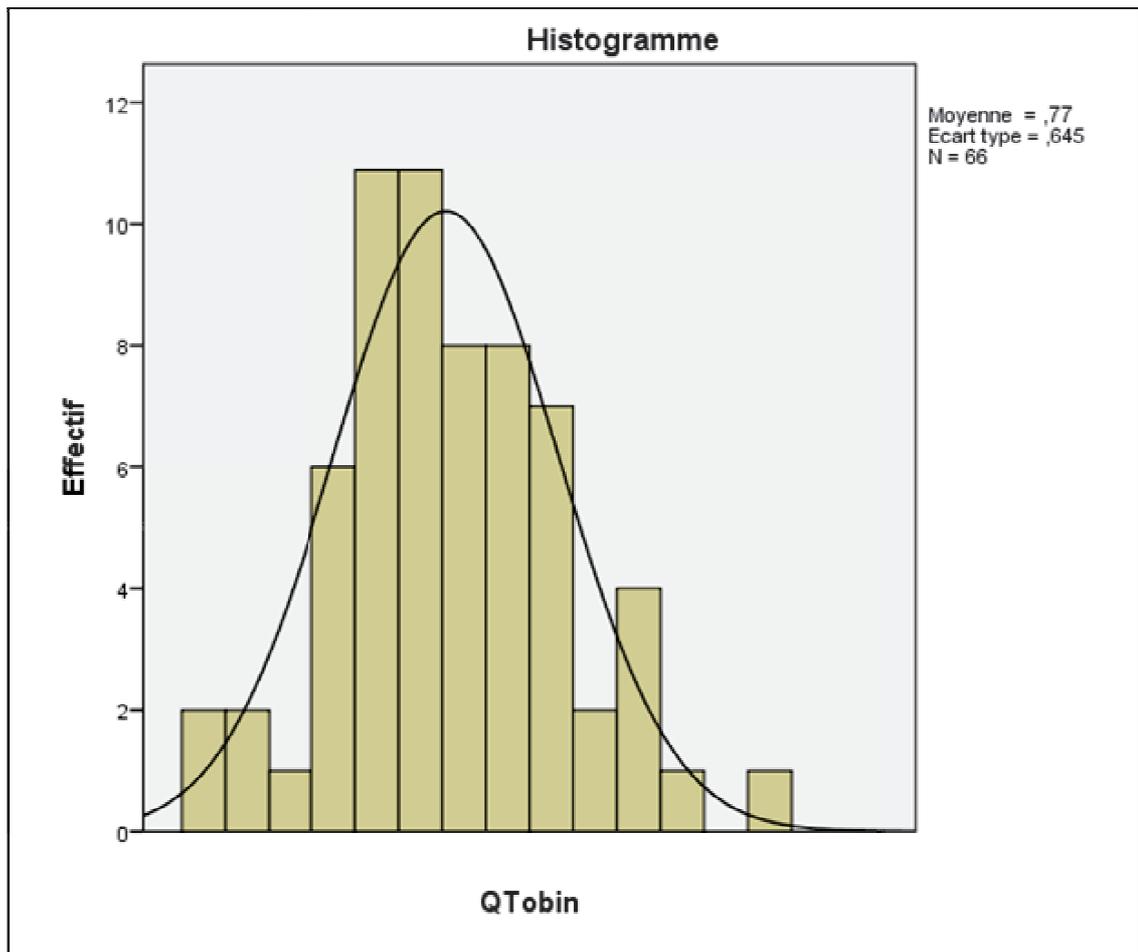


Figure 7 : Distribution normale de la variable à expliquer

A la lumière des résultats obtenus et du schéma précédent, la normalité de la variable Q de Tobin est vérifiée. Par ailleurs, un test de colinéarité est proposé afin de vérifier la corrélation entre les différentes variables du modèle.

1.1.3. Test de colinéarité

Le tableau suivant exprime la matrice des coefficients de corrélation entre toutes les variables utilisées dans notre première analyse empirique. Il faut s'assurer que les variables prévisionnelles ne soient pas trop fortement corrélées entre elles.

Tableau 8 : Matrice de colinéarité

	Qtobin	ROE	ROA	HEDMUT	PENSION	BAAS	Taille	DIV	END	FCF
Qtobin	1									
ROE	-0,075	1								
ROA	0,547	0,341***	1							
HEDMUT	0,005	0,210	0,043	1						
PENSION	0,176	-0,098	0,043	0,115	1					
BAAS	-0,009	-0,093	0,003	-0,112	0,943	1				
Taille	-0,188	-0,141	-0,052	-0,014	0,091	0,091	1			
DIV	0,131	0,260	0,677	0,914	0,467	0,467	0,149	1		
END	-0,189	0,021	-0,463***	-0,121	-0,244**	-0,180	-0,180	0,089	1	
FCF	0,129	0,865	0,000	0,334	0,049	0,149	0,149	0,478	0,178	1
	-0,074	-0,100	-0,052	-0,041	0,123	-0,013	0,089	0,178	0,152	0,152
	0,555	0,424	0,676	0,747	0,325	0,918	0,478	0,178	0,152	0,152
	-0,234*	0,455***	-0,364***	-0,175	-0,178	-0,172	0,516***	0,178	0,152	0,152
	0,059	0,000	0,003	0,159	0,152	0,167	0,001	0,152	0,152	0,152
	0,038	0,207*	-0,134	-0,113	-0,150	-0,216*	0,388***	-0,277**	0,415***	0,415***
	0,765	0,096	0,283	0,367	0,230	0,082	0,001	0,024	0,001	0,001

Note : Le test de colinéarité rapporte les valeurs des corrélations entre toutes les variables utilisées dans notre première analyse empirique. Les coefficients peuvent être significatifs à respectivement 1 % (***), 5 % (**) et 10 % (*).

Le problème de la multi-colinéarité existe dès lors que certaines variables explicatives sont corrélées fortement ou parfaitement entre elles. Ce qui provoque une instabilité des coefficients estimés et une forte augmentation de leurs écarts types. Ainsi, une forte corrélation entre les différentes variables du modèle rend imprécise l'estimation des coefficients de la régression linéaire.

L'analyse de la matrice de Pearson montre que les coefficients de corrélation entre les variables indépendantes sont dans la plupart des cas très faibles (inférieur à 0,6) ce qui traduit que le modèle n'admet pas un problème de multi-colinéarité. Cependant, nous observons une colinéarité significative au seuil de 1 % entre la variable à expliquer Q Tobin et la variable explicative ROA. De plus une colinéarité significative est observée entre le niveau d'endettement et les rentabilités exprimées par la variable ROA et la variable ROE ainsi que la taille de l'entreprise.

Une autre colinéarité significative est observée entre les flux libres de trésorerie exprimés par la variable FCF et la taille, la distribution de dividendes et le niveau d'endettement de l'entreprise respectivement. Par ailleurs, une corrélation négative significative au seuil de 5 % est observée entre la variable PENSION et la variable TAILLE de l'entreprise. Néanmoins, une colinéarité négative significative au seuil de 10 % est observée entre la variable BAAS et la variable FCF.

Toutefois, nous constatons que les variables explicatives ainsi que les variables de contrôle ne sont pas corrélées ce qui réduit tout problème de multi-colinéarité, sauf le cas des variables déjà mentionnées et qui vont être éliminées de la régression du modèle pour éviter tout résultat biaisé.

1.2.4. Régression multi-variée

La régression multi-variée est définie comme un outil permettant d'étudier et de mesurer la relation existante entre une variable (Y), dite variable expliquée, et d'autres variables (Xi), dites variables explicatives. En ce sens, nous proposons une régression multi-variée dans laquelle la variable Q de Tobin est une fonction de diverses variables de gouvernance et de propriété institutionnelle. Les variables de gouvernance sont définies dans le troisième chapitre et représentent les variables de contrôle du modèle.

La propriété institutionnelle est basée sur une typologie des investisseurs institutionnels inspirée de la littérature et basée sur trois facteurs. L'horizon d'investissement est le premier facteur identifiant le comportement des investisseurs institutionnels au sein de la gouvernance des entreprises acquéreuses (Bushee, 1998 ; Chen et al., 2007). Le second facteur est le niveau de participation des institutionnels dans le capital des entreprises acquéreuses (Khan et al., 2005). Le dernier facteur identifiant le comportement des investisseurs institutionnels des entreprises acquéreuses est la nature de la relation reliant l'investisseur à la firme ; cette relation est définie par une dualité d'investissement et d'affaire au sein de l'entreprise acquéreuse (Brickley et al., 1998).

Afin de vérifier les trois premières hypothèses de notre recherche, nous examinons, dans un contexte multi-varié, l'influence des différents types d'investisseurs institutionnels sur la performance des opérations de fusions acquisitions.

Tableau 9 : Régression multi-variée des sous-modèles

Variabes	Modèle 1	Modèle 2	Modèle 3	Modèle 4
Constante	0,905	0,711	2,127	2,387
	0,369	0,480	0,037**	0,020**
ROE	2,039	2,314		
	0,046**	0,24		
ROA				
HEDMUT	2,094	2,194		
	0,041**	0,032**		
PENSION	0,162		- 0,438	
	0,872		0,663	
BAAS	- 1,417			- 1,815
	0,162			0,074*
Taille	- 0,056	0,087	- 0,761	- 0,838
	0,956	0,931	0,449	0,406
FCF	1,059	1,296	1,293	1,071
	0,294	0,200	0,201	0,288
DIV	0,155			
	0,877			
END	- 1,108	- 1,032	- 1,514	- 1,618
	0,272	0,306	0,135	0,111
	R ² = 0,242	R ² = 0,214	R ² = 0,087	R ² = 0,131

Note : Ce tableau rapporte les résultats de l'analyse de régression linéaire. La variable dépendante est le Q de Tobin et exprime la performance des entreprises acquéreuses suite à l'annonce d'une acquisition sur la période d'étude qui s'étale de 2002 à 2011. Les probabilités d'erreur p sont exprimées en dessous des coefficients de chacune des variables du modèle. Quatre sous-modèles sont proposés dans l'objectif d'éviter toute colinéarité significative entre les variables. ***, ** et * dénotent une significativité aux seuils respectifs de 1 %, 5 % et 10 %.

Hypothèse 1 (Non validée)

Les investisseurs institutionnels ayant une relation d'investissement de long terme influencent négativement la performance à court terme des opérations d'acquisitions.

Les résultats de la régression des différents modèles du tableau précédent indiquent la non significativité de l'impact négatif des fonds de pension sur la performance à court terme des opérations de fusions acquisitions des entreprises françaises cotées de notre échantillon.

Ce constat pourra être expliqué par les faibles proportions des capitaux investis par ce type d'investisseurs en France ; la part moyenne des fonds de pension dans les entreprises de notre échantillon ne dépasse pas 4,519 %.

Cette participation limitée favorise davantage l'orientation vers un comportement passif et freine leur incitation à intervenir activement dans le contrôle de ces entreprises. C'est une situation différente de celle connue dans les pays anglo-saxons et particulièrement aux Etats-Unis où les fonds de pension détiennent des parts du capital importantes et manifestent une bonne implication dans la gestion des entreprises.

Les fonds de pension américains détenaient, en 1995, plus de 5000 milliards de dollars d'actifs alors que l'ensemble des investisseurs institutionnels américains détenaient pour la même année plus de 10 000 milliards de dollars (Mtaniot et Paquerot, 1999).

En effet, plus le niveau de participation au capital est important, plus les investisseurs institutionnels ont intérêt à investir à un horizon à long terme et à s'orienter par conséquent vers un comportement actif permettant de contrôler plus efficacement les dirigeants et les inciter à adopter une politique conforme à leurs objectifs.

Ces résultats aboutissent au rejet de l'hypothèse H1, selon laquelle l'horizon d'investissement à long terme des investisseurs institutionnels a un impact négatif sur la performance à court terme des opérations d'acquisitions (on a supposé que les fonds de pension ont un horizon de long terme). De ce fait, le comportement actif de ce type d'investisseurs institutionnels et leur implication efficace dans la gouvernance d'entreprise du marché français n'est pas confirmé.

Hypothèse 2 (validée)

La dispersion du pourcentage d'actions détenu par les investisseurs institutionnels aboutit à un effet positif sur la performance, à court terme, des opérations d'acquisitions.

Le niveau de participation des investisseurs institutionnels dans le capital des entreprises acquéreuses de notre échantillon, exprimé par la variable HEDMUT admet un effet positif significatif au seuil de 5 % sur la performance à court terme des opérations d'acquisition.

Les investisseurs institutionnels détenant de faibles pourcentages du capital adoptent un comportement passif et s'intéressent essentiellement au rendement à court terme (Bushee, 1998). Ces investisseurs institutionnels sont principalement les hedges fonds et les mutuels fonds. Ces deux institutionnels sont des spéculateurs de court terme et cherchent à maximiser le rendement de leur investissement. Bushee (2001) montre que les investisseurs spéculatifs affichent une préférence nette pour les résultats à brève échéance.

Pozen (1994) précise que ces investisseurs sont neutres et, dans la plupart des cas, réticents à l'idée de supporter des coûts de contrôle. Caby et al. (2013) soulignent que même si les investisseurs institutionnels détiennent individuellement une part réduite du capital des entreprises, ils ont le pouvoir d'opérer dans un objectif d'optimiser le rendement de leurs investissements. Ainsi, l'objectif des institutionnels est la maximisation de la rentabilité de leurs investissements à court terme (Pound, 1988).

En cas de mauvaises nouvelles ou de désaccord avec la direction, ils préfèrent vendre leur part du capital. En effet, ces investisseurs spéculateurs de court terme acceptent de vendre leurs actions suite à une mauvaise nouvelle sur le marché (Bushee, 1998). La vente de titres est susceptible de signaler au marché le dysfonctionnement perçu et, par conséquent, faire baisser les cours boursiers de l'entreprise acquéreuse (Allegret et Baudry, 1996).

Toutefois, les investisseurs institutionnels qui sont en mesure d'influencer les décisions managériales au sein de la gouvernance d'entreprise sollicitent une propriété relativement élevée dans le capital de l'entreprise acquéreuse en vue d'imposer leurs stratégies au dirigeant. Batsch (2002) avance que les proportions de capital de plus en plus importantes détenues par les investisseurs institutionnels impliquent l'abandon de leur comportement neutre vis-à-vis des stratégies managériales au sein de la gouvernance d'entreprise.

De ce fait, la dispersion du capital détenu par les institutionnels explique le comportement passif de ce type d'investisseurs ainsi que la spéculation à court terme dans l'objectif d'optimiser le rendement de leur investissement. Cette spéculation de court terme favorise la liquidité sur le marché ainsi que la performance à court terme des opérations de fusions acquisitions des entreprises acquéreuses.

Hypothèse 3 (validée)

Les investisseurs institutionnels en relation de dualité d'investissement et d'affaire influencent négativement la performance, à court terme, des opérations d'acquisitions.

Le tableau récapitule les résultats relatifs à la relation entre la propriété des banques et compagnies d'assurances et la performance des entreprises acquéreuses sur le marché français. Nous avons supposé que ces investisseurs institutionnels ont une relation d'affaires avec les entreprises dont ils détiennent des actions. Les résultats montrent la présence d'une relation négative significative au seuil de 10 % entre la présence de ce type d'investisseurs dans la structure de propriété et la performance de l'entreprise acquéreuse mesurée par le Q de Tobin.

Ces constats permettent de valider l'hypothèse H3 selon laquelle les institutionnels en relation d'affaires avec les entreprises impactent négativement la performance des opérations d'acquisitions. En effet, l'existence d'une relation d'affaires peut devenir l'objectif de ces actionnaires qui domine celui d'investissement. En conséquence, la pression des banques et assurances peut inciter les dirigeants à intervenir et à améliorer la performance des entreprises dont ils sont actionnaires.

Pound (1988) souligne que les investisseurs institutionnels détenant une dualité d'affaires et d'investissement au sein de l'entreprise ont le pouvoir d'imposer leurs stratégies au dirigeant et d'influencer, négativement, ainsi la performance des opérations de fusions acquisitions à court terme.

§2 Pouvoir managérial face aux opérations de fusions acquisitions

Après avoir étudié la phase de dominance des investisseurs institutionnels, il nous est opportun d'analyser l'influence managériale sur la performance des décisions de fusions acquisitions au sein de la gouvernance d'entreprise acquéreuse. En effet, l'influence qu'exerce le dirigeant sur la performance dépend certes de ses compétences managériales, mais aussi de l'espace discrétionnaire qui lui est alloué (Hambrick et Finkelstein, 1990). S'inspirant de l'étude de ces auteurs basée sur l'implication des dirigeants dans les stratégies des entreprises, nous avons identifié quatre types de pouvoirs qui motivent potentiellement le dirigeant à exercer son influence sur les décisions de fusions acquisitions des entreprises acquéreuses.

Afin d'analyser l'influence du pouvoir managérial sur la performance des opérations de fusions acquisitions, nous calculons les rendements anormaux observés autour de la date d'évènement. Selon Fama et al. (1969), si le marché est efficient sous sa forme semi-forte, les prix reflètent à tout moment la totalité de l'information publique disponible sur le marché.

La méthodologie d'étude d'évènement, telle que présentée au troisième chapitre, permet de mesurer la réaction des prix des actions autour des dates d'annonce de l'opération d'acquisition. La période d'estimation est fixée à [-249, -6], la période de l'évènement est fixée à 11 jours centrés sur la date d'annonce [-5, +5]. Les valeurs anormales sont estimées à partir du modèle de marché (Fama et al., 1969).

Le développement empirique débute ainsi par un test de significativité des rendements anormaux cumulés, une analyse descriptive de l'échantillon est ensuite élaborée, puis un test de colinéarité entre les variables du modèle est envisagé, pour finir avec une régression linéaire des différentes variables du deuxième modèle proposé sur la performance des entreprises acquéreuses.

2.1. Test de significativité

Afin de vérifier la significativité des RAC, nous testons l'hypothèse nulle $H_0 : E(\text{RAC}) = 0$ contre l'hypothèse alternative $H_1 : E(\text{RAC}) \neq 0$. Pour se faire, l'application du test non paramétrique Wilcoxon sert à repérer des phénomènes irréguliers autour des rendements anormaux cumulés et à vérifier la significativité de ces derniers autour de la date d'annonce des acquisitions.

Le test de Wilcoxon utilise l'information sur la direction des différences entre paires. Il donne plus de poids à une paire qui montre une large différence entre les deux situations qu'à une paire ayant une faible différence.

Pour étudier les différences de position de deux populations sur la base d'observations appariées, le test de Wilcoxon s'avère indispensable puisqu'il permet d'analyser le signe des différences en tenant compte de leur variation.

En effet, le test de Wilcoxon mesure tout d'abord l'écart entre paires de variables, et produit par la suite un classement des différences absolues. L'étape suivante consiste à additionner les notes positives puis les notes négatives pour obtenir la statistique Z .

Le test de signe consiste à estimer la statistique Z sous l'hypothèse $H_0 : Z$ suit une loi normale centrée réduite.

$$Z = \frac{N_+ - \frac{(N_+ + N_-)}{2}}{\sqrt{\frac{(N_+ + N_-)}{4}}} \cong N(0,1)$$

N_+ et N_- représentent respectivement les rendements anormaux strictement positifs et négatifs à une date donnée.

Tableau 10 : Rendements anormaux moyens sur la fenêtre d'étude [-5, 5]

Date	RAM (%)	Wilcoxon	Prob	Signe	Prob
-5	0,241	-0,674	0,5	-0,369	0,712
-4	0,115	-0,668	0,504	-0,123	0,902
-3	-0,168	-1,281	0,2	-0,862	0,389
-2	-0,192	-1,364	0,143	-1,108	0,268
-1	0,776*	-1,601	0,067	-1,808	0,036
0	0,954**	-1,934	0,038	-1,984	0,021
1	0,638*	-1,538	0,081	-1,683	0,091
2	-0,169	-1,019	0,308	-0,862	0,389
3	0,033	-0,15	0,881	-0,369	0,712
4	-0,143	-1,255	0,209	-1,601	0,119
5	-0,294	-1,108	0,268	-1,108	0,268

Nombre d'observations = 66

Note : Les rentabilités anormales moyennes correspondent à la moyenne des différences entre les rendements réels des titres et les rendements estimés par le modèle de marché. La date 0 correspond au jour de l'annonce de l'acquisition. La significativité des rentabilités anormales moyennes (RAM) est vérifiée par les tests non paramétriques de Wilcoxon signé et du signe. Les valeurs des tests sont très proches, mais l'interprétation des résultats est faite selon le test de Wilcoxon signé puisque c'est un test qui tient compte non seulement du signe des variables, mais également de leur rang par rapport à l'échantillon. *** significativité au taux de 1% ; ** significativité au taux de 5% et * significativité au taux de 10%.

A la lecture du tableau précédent, les résultats du test de Wilcoxon montrent que, sur la période d'étude [-5, 5], le jour d'annonce d'une opération d'acquisition présente une rentabilité anormale moyenne des 66 entreprises acquéreuses de 0,954 % significative au seuil de 5 %. Par ailleurs, une rentabilité anormale moyenne de 0,776 % significative au seuil de 10 % est observée au premier jour qui précède l'annonce et une autre de 0,638 % significative au seuil de 10 % est observée au premier jour qui suit l'achèvement de l'opération d'acquisition sur le marché.

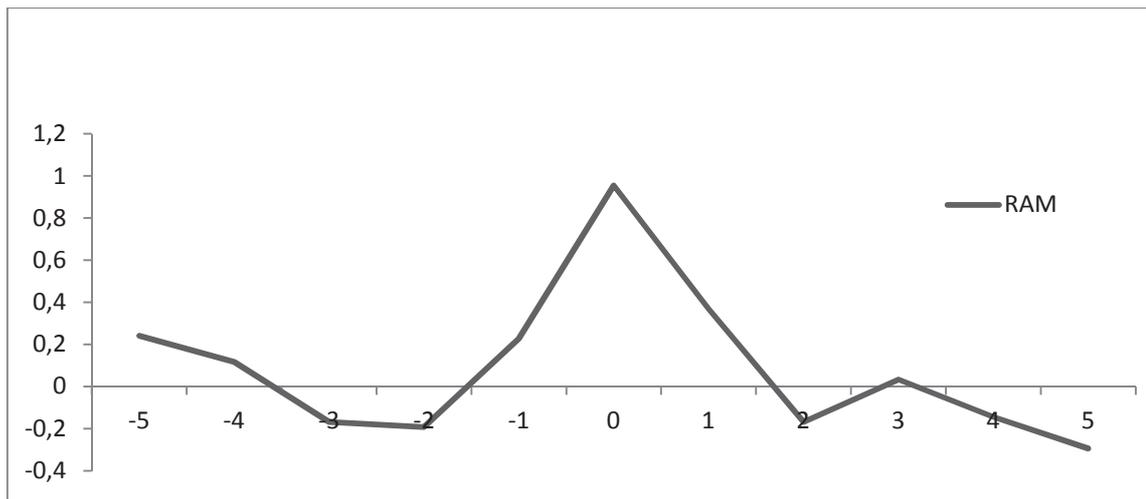


Figure 8 : RAM sur la fenêtre d'étude [-5, 5]

A la lumière de ces résultats, l'existence d'un rendement anormal moyen est vérifiée sur la période de trois jours qui entourent les opérations d'acquisitions effectuées par les entreprises de notre échantillon. Ce constat nous amène à étudier, suivant la même méthodologie, les rendements anormaux cumulés des firmes acquéreuses de notre étude.

Tableau 11 : Test des rendements anormaux cumulés

Fenêtre d'évènement	RAC (%)	Wilcoxon	Prob	Signe	Prob
RAC (-2, 2)	1,058	-1,351	0,117	-1,354	0,154
RAC (-1, 1)	1,719***	-2,625	0,015	-1,748	0,096
RAC (-1, 0)	1,411**	-2,275	0,025	-1,645	0,100
RAC (-3, 3)	0,922	-0,795	0,426	-0,123	0,902
RAC (-4, 4)	0,894	-0,771	0,441	-0,615	0,538
RAC (-5, 5)	0,851	-0,661	0,509	-1,108	0,218

Nombre d'observations = 66

Note : Les rendements anormaux cumulés correspondent au cumul des différentes rentabilités réelles des titres sur les différentes périodes d'évènements. La significativité des RAC est vérifiée par les tests non paramétriques de Wilcoxon signé et du signe. Les valeurs des tests sont très proches, mais l'interprétation des résultats est faite selon le test de Wilcoxon signé puisque c'est un test qui tient compte non seulement du signe des variables, mais également de leur rang par rapport à l'échantillon. *** significativité au taux de 1% et ** significativité au taux de 5%.

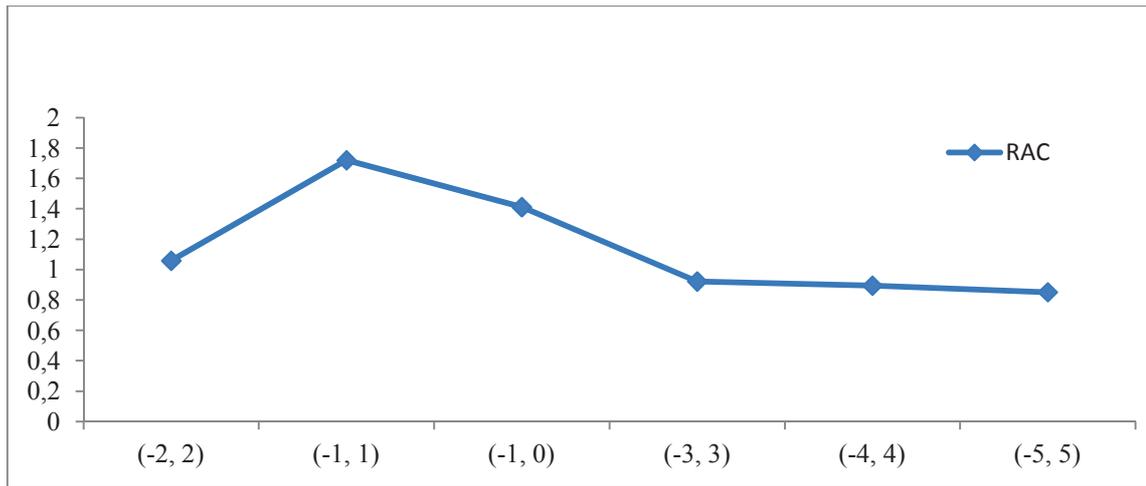


Figure 9 : RAC sur les différentes fenêtres d'évènements

En guise des résultats du test non paramétrique, l'existence d'un rendement anormal cumulé significatif est vérifiée et s'élève à 1,719 % au seuil de 1 % sur la période des trois jours qui entourent la date d'annonce de la décision d'acquisition par la firme acquéreuse.

Par ailleurs, nous avons fait recours au test de signe dans l'objectif de distinguer les rendements anormaux négatifs des rendements anormaux positifs. Cette distinction nous permet d'étudier la réaction du marché et notamment des investisseurs institutionnels suite à l'annonce de la décision d'acquisition par les entreprises acquéreuses de notre échantillon. Brown et Warner (1985) observent qu'une spécification correcte du test de signe exige, en cas d'absence d'évènement, une égalité entre le nombre des rendements anormaux négatifs et positifs.

L'hypothèse nulle admet que la proportion d'actions des entreprises ayant un rendement anormal positif est égale à la moitié de l'ensemble des rendements anormaux de notre échantillon :

$$P(+) = P(-) = \frac{1}{2}$$

Avec : P(+): la probabilité d'observer un écart positif.

P(-): la probabilité d'observer un écart négatif.

Dans le cadre d'un test unilatéral, l'hypothèse alternative est que la proportion de titres ayant un rendement anormal négatif est supérieure à 0,5. Sur les trois jours qui entourent la date d'annonce de l'acquisition, nous observons des signes négatifs significatifs qui s'élèvent à -1,808 ; -1,984 et -1,683 au seuil de 5 %, 5 % et 10 % sur les jours -1, 0 et 1 respectivement. Ce signe négatif et significatif peut être interprété par une réaction négative des investisseurs sur le marché suite à la publication de la décision d'acquisition par la firme acquéreuse.

Nous poursuivons ainsi notre recherche empirique par une analyse descriptive qui vise à identifier le pouvoir des dirigeants et leur degré d'influence sur la performance à court terme des opérations de fusions acquisitions malgré la réaction négative observée sur le marché.

2.2. Analyse descriptive de l'échantillon

Les statistiques descriptives de l'ensemble de l'échantillon sur la période d'étude sont présentées dans le tableau suivant.

Tableau 12 : Analyse descriptive du pouvoir managérial et des variables du modèle

	N	Minimum	Maximum	Moyenne	Ecart type
RAC (%)	66	-3,07	3,59	0,185	1,797
ROE	66	-31,55	208,38	17,191	29,941
ROA	66	-14,86	36,11	5,781	6,664
Pstr	66	0	1	0,531	0,502
Ppro	66	0	1	0,166	0,375
Pexp	66	1	38	15,303	9,308
XENA	66	0	1	0,394	0,492
CONSEIL	66	1	27	7,439	5,804
Taille	66	5,37	11,54	9,035	1,377
DIV	66	0,00	73,14	10,461	17,693
END	66	0,00	74379,86	8177,515	13837,239
FCF	66	-4752,00	8859,82	453,287	1597,394

Note : cette analyse descriptive est étudiée à partir de la performance à court terme mesurée par le rendement anormal cumulé, le pouvoir des dirigeants de notre échantillon et les différentes variables de contrôle du modèle.

Ce tableau rapporte les statistiques descriptives pour toutes les variables du deuxième modèle proposé dans notre recherche. La performance à court terme présentée, en cette deuxième partie, par le rendement anormal cumulé (RAC) observé suite à une étude d'évènement, expose un minimum de -3,07 % et un maximum de 3,59 % pour les firmes acquéreuses de notre échantillon. La moyenne de cette variable est égale à 0,185 avec un écart type qui s'élève à 1,797.

Le pouvoir du dirigeant est présenté sous la forme de quatre variables (Finkelstein et Hambrick, 1990 ; Finkelstein, 1992 et Aktas et al., 2013). Le pouvoir structurel du dirigeant est présenté par la variable binaire Pstr qui prend la valeur 1 si le dirigeant cumule les fonctions de directeur et président de l'entreprise, 0 sinon. La moyenne de cette variable s'élève à 53,1 %, ainsi plus de la moitié des dirigeants de notre échantillon cumulent les deux fonctions dans les entreprises étudiées.

Le pouvoir de propriété est présenté par la variable binaire Ppro qui prend la valeur 1 si le dirigeant est fondateur ou membre de la famille fondatrice de l'entreprise, 0 sinon. La moyenne des dirigeants fondateurs ou membres de la famille fondatrice de l'entreprise s'élève à 16,6 % de notre échantillon.

La variable Pexp représente l'expertise des dirigeants de notre échantillon. Cette expertise est mesurée par le nombre d'années de carrière où le dirigeant a travaillé comme président ou directeur général. Le minimum d'expertise des dirigeants de notre échantillon s'élève à une année contre un maximum qui s'élève à 38 ans. La moyenne du pouvoir d'expertise exprimé par la carrière des dirigeants s'élève à 15,3 ans.

Le pouvoir de prestige est exprimé par deux sous-variables. La première, XENA, est une variable binaire, elle prend la valeur 1 si le dirigeant est diplômé de la polytechnique ou l'ENA, 0 sinon. Sur l'échantillon étudié, nous observons une moyenne qui s'élève à 39,4 % des dirigeants qui sont des diplômés des grandes écoles de prestige.

Par ailleurs, la deuxième sous-variable qui exprime le pouvoir de prestige du dirigeant est le CONSEIL. Elle exprime le nombre d'années sur lesquelles les dirigeants de notre échantillon ont travaillé comme membres du conseil d'administration des différentes entreprises cotées du marché français. Cette variable s'étale entre un minimum d'une année et un maximum de 27 ans. La moyenne du nombre d'années travaillées au sein des conseils d'administration par les dirigeants de notre échantillon s'élève à 7,439. Le reste des variables de notre deuxième modèle ont été déjà interprétées au cours de la première partie de notre étude empirique.

2.3. Test de colinéarité

L'existence d'une dépendance entre les différentes variables de notre deuxième modèle est mesurée par le coefficient de Pearson. Ce dernier permet de détecter la présence d'un problème de colinéarité entre les différentes variables du modèle.

Tableau 13 : la corrélation entre les variables du modèle

	RAC	ROE	ROA	Pstr	Ppro	Pexp	XENA	CONSEIL	Taille	DIV	END	FCF
RAC	1											
ROE	0,071	1										
ROA	0,235	0,156	1									
Pstr	0,068	0,154	-0,12	1								
Ppro	0,587	0,217	0,336		1							
Pexp	-0,09	0,037	0,142	0,18		1						
XENA	0,492	0,769	0,255	0,16			1					
CONSEIL	-0,01	-0,06	0,042	0,25**	0,381***			1				
Taille	0,962	0,638	0,736	0,04	0,002				1			
DIV	-0,17	-0,06	0,096	0,2	-0,28**	0,222				1		
END	0,185	0,653	0,441	0,11	0,024	0,073					1	
FCF	-0,01	-0,03	0,088	0,18	0,156	0,229	0,03					1
	0,913	0,829	0,48	0,14	0,21	0,064	0,811					
	-0,18	0,021	-0,46***	0,03	-0,38***	-0,14	0,084	-0,078				
	0,143	0,865	0,00	0,84	0,002	0,253	0,502	0,531				
	0,069	-0,1	-0,05	0,2	-0,17	0,184	0,213	0,005	0,089			
	0,58	0,424	0,676	0,12	0,174	0,139	0,086	0,971	0,478			
	-0,06	0,455***	-0,36***	0,16	-0,2	-0,1	0,141	-0,057	0,516***	0,178		
	0,617	0,001	0,003	0,2	0,111	0,405	0,258	0,65	0,001	0,152		
	0,122	0,207	-0,13	0,06	-0,09	-0,04	0,113	-0,238	0,388***	-0,28**	0,42***	
	0,327	0,096	0,283	0,64	0,484	0,743	0,366	0,055	0,001	0,024	0,00	1

Note : ce tableau rapporte les valeurs de corrélations entre toutes les variables utilisées dans les analyses. Les coefficients peuvent être significatifs à respectivement 1 %, 5 % et 10 %. *** la corrélation est significative au taux de 1 % ; ** la corrélation est significative au taux de 5 % ; * la corrélation est significative au seuil de 10 %.

Des problèmes sérieux de multi-colinéarité entre les variables d'un même modèle peuvent être rencontrés à partir d'un seuil de corrélation égal à 0,6 ; ce qui n'est pas le cas pour notre modèle étudié. En effet, les différentes variables du modèle sont faiblement corrélées, d'où l'absence de tout problème de multi-colinéarité.

Par ailleurs, des corrélations significatives sont détectées entre quelques variables du modèle qu'il faut évoquer dans l'objectif de les séparer en sous modèles pour la régression linéaire.

En plus des colinéarités significatives observées et déjà évoquées au niveau de la première étude entre les variables de contrôle Taille et END et les variables de performance exprimées par le ROA et le ROE, une corrélation significative positive au seuil de 5 % est observée entre la variable Pstr et la variable Pexp.

Cette première colinéarité conduit à séparer ces deux variables en deux sous-modèles pour prohiber les problèmes de multi-colinéarité. Une autre colinéarité significative est observée entre la variable Ppro et les variables Pexp, XENA et Taille de l'entreprise aux seuils de 1 %, 5 % et 1 % respectivement.

Dans l'objectif d'éviter tout problème de multi-colinéarité entre les différentes variables du modèle, cinq sous-modèles sont proposés pour l'analyse de la régression linéaire. En effet, ces sous-modèles n'admettent aucune colinéarité significative observée entre les différentes variables.

2.4. Analyse multi-variée

Une régression multi-variée est proposée dans le tableau suivant dans laquelle la variable RAC est une fonction de diverses variables de gouvernance et de pouvoir managérial. Les variables de gouvernance sont définies dans le troisième chapitre et représentent les variables de contrôle du modèle. Tandis que le pouvoir du dirigeant est exprimé à partir de quatre variables inspirées de la littérature.

Tableau 14 : Régression linéaire du pouvoir managérial

	Modèle 1	Modèle 2	Modèle 3	Modèle 4	Modèle 5
Constante	0,88 0,383	-0,705 0,484	-8,203 0,000	-7,578 0,000	5,951 0,000
ROE	0,037 0,971	-0,862 0,619	-2,904 0,008	-2,51 0,019	-3,253 0,000
ROA	1,899 0,063	2,501 0,015	-7,117 0,000	7,067 0,134	6,417 0,000
Pstr	1,494 0,141		2,263 0,033		
Ppro	-2,203 0,032			-1,346 0,19	
Pexp	0,835 0,407				1,981 0,043
XENA	-2,496 0,016	-2,668 0,01			
CONSEIL	-0,402 0,689	-1,287 0,251			
Taille	-1,06 0,294				
DIV	0,4 0,691				
END		-0,084 0,934			
FCF		1,447 0,154	-2,573 0,016	-2,742 0,011	1,166 0,252
	$R^2 = 0,198$	$R^2 = 0,311$	$R^2 = 0,522$	$R^2 = 0,488$	$R^2 = 0,428$

Note : Ce tableau rapporte les résultats de l'analyse de régression linéaire. La variable dépendante est le rendement anormal cumulé calculé sur la période d'évènement de trois jours [-1, +1]. La période d'étude s'étale entre 2002 et 2011. Les probabilités d'erreur p sont exprimées en dessous des coefficients des différentes variables du modèle. Cinq sous-modèles sont proposés dans l'objectif d'éviter toute colinéarité significative entre les variables. ***, **, * dénotent une significativité aux seuils respectifs de 1 %, 5 % et 10 %.

Hypothèse 4 (validée)

Le pouvoir structurel du dirigeant influence positivement la performance d'une opération d'acquisition ayant suscité une réaction négative sur le marché.

Les résultats obtenus de la régression linéaire valident l'hypothèse de l'influence positive du pouvoir structurel du dirigeant, exprimé par la variable Pstr, sur la performance à court terme d'une opération d'acquisition malgré la réaction négative des

investisseurs sur le marché. Ce pouvoir structurel du dirigeant est positif et significatif au seuil de 5 %

Conformément aux travaux de Finkelstein (1992), Finkelstein et Hambrick (1990) et Hambrick et Mason (1984), basés sur la structure organisationnelle et l'autorité hiérarchique, les dirigeants ont un pouvoir structurel qui influence la performance des opérations de fusions acquisitions à court terme.

En effet, le cumul des deux fonctions de président et de directeur général permet au dirigeant d'avoir une influence légitime dans la prise de décisions stratégiques au sein de la gouvernance et d'exercer un pouvoir structurel capable d'influencer la performance de l'entreprise acquéreuse.

Hypothèse 5 (validée)

Le pouvoir de propriété du dirigeant influence négativement la performance d'une opération d'acquisition ayant suscité une réaction négative sur le marché.

Le pouvoir de propriété est exprimé par la variable binaire Ppro qui prend la valeur 1 si le dirigeant est fondateur ou membre de la famille fondatrice de l'entreprise qu'il dirige, 0 sinon.

A partir des résultats obtenus, cette variable est négative et significative au seuil de 5 %. Par conséquent, ces résultats valident l'hypothèse de l'influence négative du pouvoir de propriété du dirigeant sur la performance à court terme d'une opération d'acquisition ayant suscité une réaction négative sur le marché.

Partant de la théorie de l'agence, le pouvoir du dirigeant émane de la qualité d'un agent agissant pour le compte des actionnaires. Par conséquent, le pouvoir de propriété du dirigeant provient du cumul des deux statuts d'agent et d'actionnaire. Zald (1969) souligne qu'un dirigeant détenant des participations importantes dans le capital d'une entreprise est plus puissant qu'un dirigeant sans une telle base de contrôle.

En outre, les dirigeants fondateurs ou membres de la famille fondatrice d'une entreprise accèdent au pouvoir à travers leur interaction, souvent à long terme, avec le conseil d'administration, car ils traduisent leur position unique de contrôle implicite sur les membres de ce dernier. Par conséquent, les dirigeants ayant le pouvoir de propriété admettent un certain contrôle sur le conseil d'administration de l'entreprise.

Par ailleurs, la plupart des dirigeants propriétaires ont tendance à être averses au risque (Finkelstein, 1992), et à être plus crédibles envers les parties prenantes. Cet aspect, explique l'influence négative du pouvoir de propriété du dirigeant sur la performance d'une décision d'acquisition ayant fait l'objet d'une réaction négative sur le marché.

Hypothèse 6 (validée)

Le pouvoir d'expertise influence positivement la performance d'une opération d'acquisition ayant suscité une réaction négative sur le marché.

Le pouvoir d'expertise, exprimé par la variable Pexp, traduit le nombre d'années durant lesquelles le dirigeant a occupé le poste de président directeur général tout au long de sa carrière.

Cette variable est significativement positive au seuil de 5 % expliquant ainsi l'hypothèse d'influence positive du pouvoir d'expertise sur la performance à court terme d'une opération d'acquisition ayant suscité une réaction négative sur le marché.

A l'instar des travaux de Finkelstein (1992), Hambrick et Mason (1984) et Mintzberg (1983), le pouvoir d'expertise du dirigeant a la capacité de faire face aux réactions sur le marché et de réussir les décisions de fusions acquisitions de l'entreprise acquéreuse en influençant sa performance positivement malgré la réaction négative sur le marché.

Le pouvoir d'expertise permet au dirigeant de développer des contacts avec toutes les personnes clés de l'entreprise (Westphal et Zajac, 1995). Cependant, le pouvoir d'expertise du dirigeant est conditionné par sa performance (Finkelstein et Hambrick, 1990).

Lehn et Zao (2006) soulignent que le pouvoir d'expertise du dirigeant découle de sa carrière et de l'historique de ses performances. Ainsi, malgré la réaction négative sur le marché suite à l'annonce d'une décision d'acquisition, le pouvoir d'expertise du dirigeant influence positivement la performance de cette opération. De ce fait, l'ampleur d'expertise du dirigeant améliore sa capacité à contrôler ces contingences critiques (Finkelstein, 1992).

Hypothèse 7 (validée)

Le pouvoir de prestige influence négativement la performance d'une opération d'acquisition ayant suscité une réaction négative sur le marché.

Le pouvoir de prestige du dirigeant est exprimé par deux variables. D'une part, le prestige émanant d'une éducation d'élites (polytechnique ou ENA²⁸) ; cette variable est négativement significative au seuil de 1 %. D'autre part, le prestige émanant du nombre de mandats d'administrateur que le dirigeant a occupé dans d'autres entreprises ; cette variable n'est pas significative selon les résultats obtenus.

En effet, l'élite managériale se compose des individus qui occupent des postes d'autorité formellement définis à la tête des entreprises. Cette élite managériale reflète le prestige du dirigeant sur le marché (Useem, 1979).

La légitimité d'une entreprise dépend en partie du prestige de ses dirigeants (D'Aveni, 1990). En France, Un dirigeant énarque ou polytechnicien semble être un gage de compétence face aux différentes parties prenantes de l'entreprise.

Par ailleurs, les dirigeants mandataires dans des conseils d'administrations d'autres entreprises peuvent se procurer les informations pertinentes en temps opportun. Concernant les opérations d'acquisition, Haunschild et Beckman (1998) distinguent deux types d'informations ; celles personnelles qui découlent d'un réseau de contacts et celles impersonnelles qui dérivent des rapports et des communiqués des entreprises.

²⁸ Ecole nationale d'administration.

Ce pouvoir de prestige du dirigeant, exprimé en partie significative par la variable XENA, agit négativement sur la performance à court terme d'une opération d'acquisition ayant suscité une réaction négative des investisseurs. Ce constat découle du fait que le dirigeant contribue à son prestige sur le marché.

Cette première section étant achevée avec deux modélisations empiriques de l'influence du comportement des investisseurs institutionnels sur la performance des opérations de fusions acquisitions d'une part et le pouvoir du dirigeant et son impact sur cette même performance malgré la réaction négative des investisseurs sur le marché d'autre part ; nous développons une analyse factorielle confirmatoire dans la deuxième section de ce chapitre en vue de confirmer le postulat de la première section.

Cependant, en guise de ce premier développement empirique, une synthèse des différentes hypothèses et des résultats est présentée dans le tableau suivant.

Tableau 15 : Synthèse des hypothèses et des résultats de la régression linéaire

	Hypothèses	Signe attendue	Résultat des régressions linéaires
Les hypothèses relatives au comportement des investisseurs institutionnels	H1 - Influence des fonds de Pension	-	NS
	H2 - Influence des investisseurs institutionnels spéculateurs (HEDMUT)	+	+
	H3 - Influence des banques et assurances	-	-
Les hypothèses relatives au pouvoir du dirigeant	H4 - Le pouvoir structurel	+	+
	H5 - Le pouvoir de Propriété	-	-
	H6 - Le pouvoir d'expertise	+	+
	H7 - Le pouvoir de prestige	-	-

Section 2 : Résultats de l'analyse factorielle confirmatoire

Des analyses factorielles confirmatoires sont réalisées afin de vérifier la structure factorielle de chacune des variables du modèle proposé à la première section. Roussel et al. (2002) révèlent que l'analyse factorielle confirmatoire définit « une structure factorielle à priori que l'on essaie de confirmer ».

Elle offre, selon Gerbing et Anderson (1988), la possibilité de tester « rigoureusement un modèle qui doit être spécifié à priori ». Dans cette étude, l'analyse factorielle confirmatoire a été réalisée en utilisant la méthode des équations structurelles.

Développée originellement à l'issue des travaux de Jöreskog (1973), la modélisation par les équations structurelles est une méthode statistique assez sophistiquée. En effet, le terme « modélisation par équations structurelles » transmet deux aspects prépondérants de la procédure (Byrne, 2009) :

- Les processus de causalité en vertu d'étude, tels que les régressions linéaires effectuées, sont représentés par une série d'équations structurelles.
- Ces relations structurelles peuvent être modélisées graphiquement pour permettre une meilleure conceptualisation de la théorie à l'étude.

Plusieurs étapes doivent être suivies pour la résolution des équations structurelles (Hair et al., 1998) :

- ✓ La première étape consiste à la spécification du modèle de mesure et l'identification de la fiabilité et la validité des construits représentés par le modèle conceptuel.
- ✓ La deuxième étape porte sur l'estimation de ce dernier pour évaluer l'influence institutionnelle ainsi que le pouvoir managérial sur la performance des opérations de fusions acquisitions par l'intermédiaire de l'analyse factorielle confirmatoire.
- ✓ La dernière étape est basée sur l'analyse et l'interprétation des résultats.

L'analyse factorielle confirmatoire des deux construits est réalisée sur l'ensemble des données collectées de l'échantillon (N = 66) à travers l'utilisation du logiciel IBM SPSS AMOS version 21. Les résultats issus de ces différentes analyses seront présentés dans ce qui suit.

§1 Spécification du modèle de mesure

La spécification du modèle de mesure identifie deux types de modèles, l'un est formatif et l'autre est réflectif (Lacroux, 2008). Crié (2005) avance que le modèle de mesure formatif spécifie que les variables observées sont de multiples causes du concept qu'elles construisent en minimisant le résidu de l'équation structurelle ; tandis que l'indicateur de nature réflective se présente comme un reflet du construit qui rend compte de leurs variances et covariances observées.

Ainsi, pour un construit réflectif les indicateurs sont supposés représenter l'influence du construit latent sous-jacent, la relation de causalité est donc supposée opérer du construit vers ses indicateurs.

Néanmoins, un construit formatif est une combinaison d'indicateurs, pas forcément corrélés, qui contribuent à former le construit latent. La relation de causalité pour ces construits est donc inversée : elle procède des indicateurs vers le construit latent (Lacroux, 2008).

Le tableau ci-après vient élucider les principales différences entre le modèle de mesure formatif et celui réflectif.

Tableau 16 : Mesure Réflective contre Formative

	<i>Modèle de Mesure Réflectif</i>	<i>Modèle de Mesure Formatif</i>
GRAPHIQUEMENT		
MATHÉMATIQUEMENT	$X_i = \lambda_i * \eta + e_i$ <p>où :</p> <ul style="list-style-type: none"> * η : La variable latente ; * X_i : Le $i^{\text{ème}}$ indicateur de la variable latente η qui l'affecte ; * e_i : L'erreur de mesure de X_i ; * λ_i : Le coefficient de régression (<i>loading</i>) qui représente l'effet attendu de η. 	$\eta = \sum_{i=1}^n \gamma_i * X_i + u_1$ <p>où :</p> <ul style="list-style-type: none"> * η : La variable latente dite <i>composite</i> ; * $X_1, X_2 \dots X_n$: Les indicateurs formatifs ; * $\gamma_1, \gamma_2 \dots \gamma_n$: Les paramètres structuraux reflétant l'importance des indicateurs formatifs ($X_1, X_2 \dots X_n$) sur η ; * u_1 : La part du construit non expliquée par les ($X_1, X_2 \dots X_n$).
	<p>Le construit est la 'cause' de l'indicateur (Edwards et Bagozzi, 2000)</p>	<p>Les indicateurs sont la 'cause' du concept (Edwards et Bagozzi, 2000)</p>

Cette spécification du modèle de mesure sert à identifier le construit de l'influence institutionnelle ainsi que le pouvoir managérial sur la performance des opérations de fusions acquisitions du modèle global.

1.1. Mesure de l'influence institutionnelle sur la performance des acquisitions

L'influence des investisseurs institutionnels sur la performance des opérations d'acquisitions est évaluée à partir de l'échantillon de l'étude. Cette variable est la source des différentes parts de participations de chacun des investisseurs institutionnels dans le capital des entreprises acquéreuses.

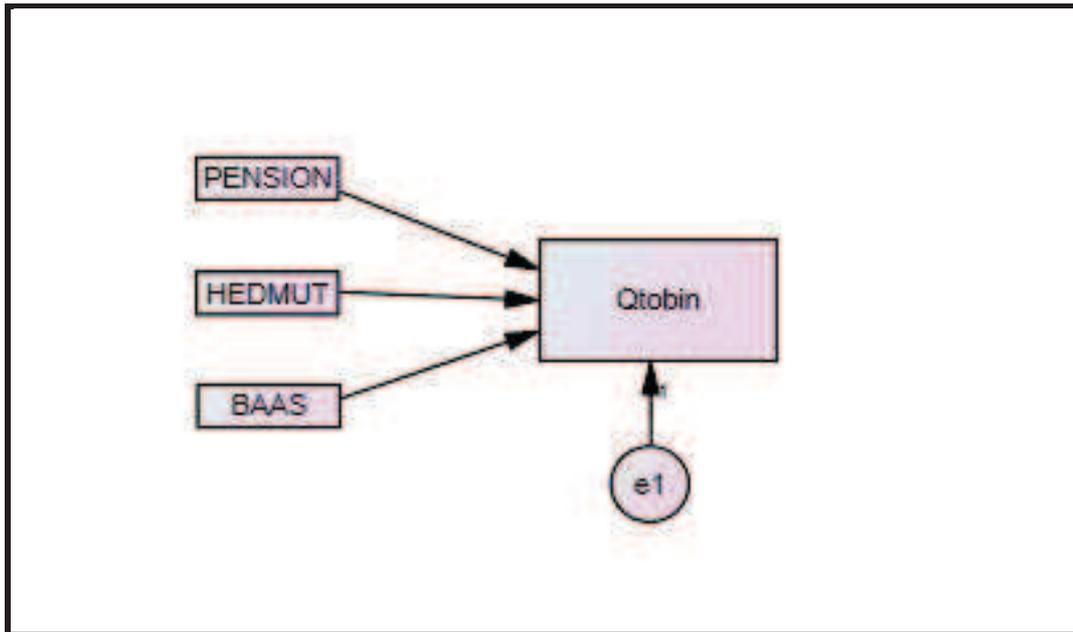


Figure 10: Modèle de mesure de l'influence institutionnelle

Cette figure est une représentation schématique du système d'équations du modèle de mesure. Conventionnellement, le module AMOS 21 du logiciel SPSS représente les variables observables par des rectangles et les variables latentes par des ellipses.

Dans une optique formative, les indicateurs exprimés par les investisseurs de l'échantillon sont la cause du construit exprimé par l'influence institutionnelle. Les poids de régressions sont représentés dans le tableau suivant.

Tableau 17 : Résultats du modèle de mesure de l'influence institutionnelle

	Coefficient de régression	S.E.	C.R.	P
Qtobin <--- PENSION	,003	,008	,634	,538
Qtobin <--- HEDMUT	,012	,005	2,372	,018
Qtobin <--- BAAS	-,007	,004	-1,643	,099

L'estimation du modèle de mesure correspond à l'évaluation de la relation entre le taux de participations des différents types des investisseurs institutionnels dans le capital des entreprises et la performance des entreprises acquéreuses sur le marché.

Tableau 18 : Synthèse des indices d'ajustement du premier construit

Groupes d'indices	Indices		Valeur constatée	Valeur clé
Indices Absolus	χ^2	χ^2/ddl	0,852	≤ 3
		Prob.	0,036	Probabilité associée supérieure à 5% (devrait idéalement être non significative, contrairement aux analyses classiques) ²⁹
	GFI (Goodness of Fit Index)		0,990	$\geq 0,9$
	AGFI (Adjusted Goodness of Fit Index)		0,965	$\geq 0,9$
	RMR (Root Mean Square Residual)		0,0612	$\leq 0,05$ / ne doit pas être supérieur à 0,1
	RMSEA (Root Mean Square Error of Approximation)		0,076	$\leq 0,08$ voir $\leq 0,05$
	Indices Incrémentaux	NFI (Normed Fit Index)		0,850
CFI (Comparative Fit Index)		0,998	$\geq 0,9$	
Indices de Parcimonie	AIC (Akaike Information Criterion)		5,357	Plus faible possible
	PNFI (Parsimony adjustment NFI)		0,525	$\geq 0,5$

A la lumière des résultats fournis par le logiciel AMOS 21, nous constatons que le RMSEA est inférieur à 0,08 (égal à 0,076), le GFI est supérieur à 0,9 (égal à 0,990). Ceci nous amène à dire que notre modèle conceptuel permet de reproduire d'une

²⁹ Le Bootstrap est une technique statistique qui permet la création d'un échantillon à partir des données existantes pour améliorer la robustesse des modèles prédictifs (Rapachi, 1994).

manière correcte les données recueillies. Par ailleurs, le CFI égalisant une valeur de 0,998 est jugé acceptable étant donné qu'il est supérieur au seuil de 0,9. Ceci témoigne conséquemment de la bonne qualité d'ajustement du modèle testé.

Ces résultats sont confirmés par les valeurs prises par les indices de parcimonie. En effet, le PNFI supérieur à 0,5 (de l'ordre de 0,525) indique que le modèle est parcimonieux. En d'autres termes, le modèle retenu affiche un bon ajustement pour chaque coefficient estimé.

1.2. Mesure du pouvoir managérial sur la performance des acquisitions

L'effet du pouvoir managérial des dirigeants des entreprises acquéreuses sur la performance des opérations d'acquisitions est estimé à partir de l'échantillon global. Cette variable est la source de quatre types de pouvoirs des dirigeants inspirés de la littérature à savoir : le pouvoir structurel, de propriété, d'expertise et de prestige.

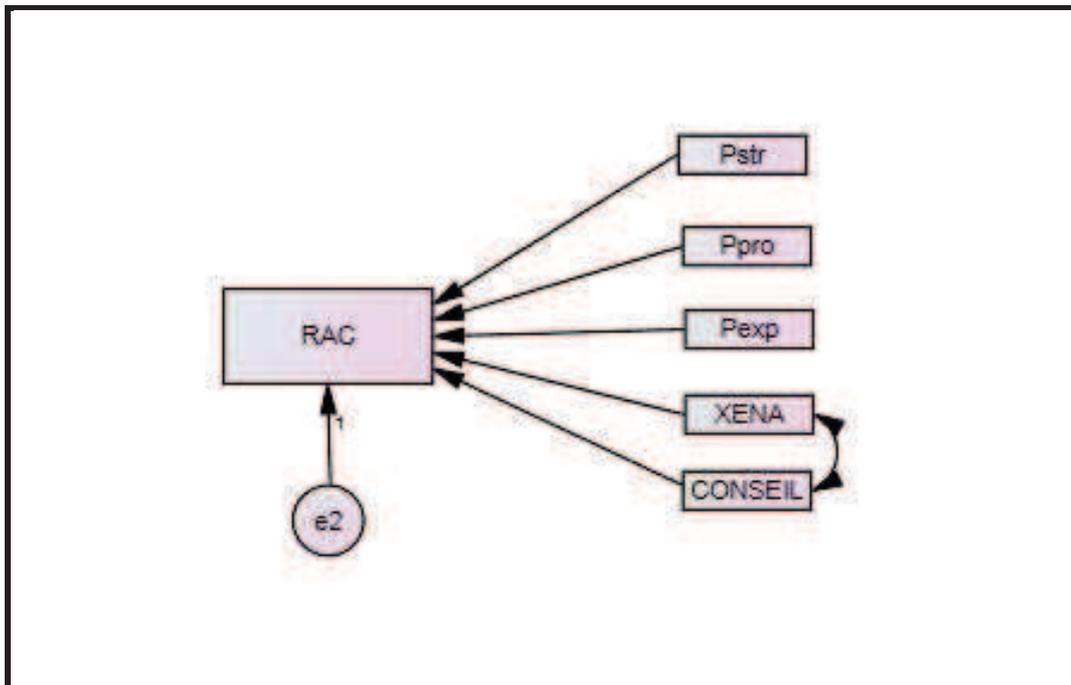


Figure 11 : Modèle de mesure du pouvoir managérial

Le terme d'erreur du modèle de mesure du pouvoir du dirigeant est représenté par la variable : e2. Les coefficients de régressions du modèle sont représentés dans le tableau suivant.

Tableau 19 : Résultats du modèle de mesure du pouvoir managérial

	Coefficient de régression	S.E.	C.R.	P
RAC <--- Pstr	-,012	,017	-1,087	,332
RAC <--- Ppro	-,035	,023	-1,765	,081
RAC <--- Pexp	,000	,001	,910	,412
RAC <--- XENA	-,029	,017	-1,696	,090
RAC <--- CONSEIL	,002	,001	1,385	,166

Comme nous avons procédé pour le modèle de mesure de l'influence des investisseurs institutionnels sur la performance des opérations d'acquisitions, le construit du pouvoir managérial est évalué suite à la synthèse des différents indices d'ajustement.

Tableau 20 : Synthèse des indices d'ajustement du construit

Groupes d'indices	Indices	Valeur constatée	Valeur clé	
Indices Absolus	χ^2	χ^2/ddl	2,862	≤ 3
		Prob.	0,001	Probabilité associée supérieure à 5%
	GFI	0,924	$\geq 0,9$	
	AGFI	0,919	$\geq 0,9$	
	RMR	0,072	$\leq 0,05$ / ne doit pas être supérieur à 0,1	
	RMSEA	0,021	$\leq 0,08$ voir $\leq 0,05$	
Indices Incrémentaux	NFI	0,863	$\geq 0,9$	
	CFI	0,872	$\geq 0,9$	
Indices de Parcimonie	AIC	11,446	Plus faible possible	
	PNFI	0,078	$\geq 0,5$	

Les indices sont satisfaisants au regard des seuils d'interprétation les plus communs. En effet, les indices absolus expriment des pourcentages expliqués par le modèle de mesure qui sont au-dessus des seuils empiriques requis. La valeur de Khi-deux/degré de liberté est inférieure à 3 et égale 2,862 avec une probabilité de 0,1 %. Par ailleurs, le reste des indices calculés au seuil théorique demeurent acceptables.

§2 Présentation du modèle global et évaluation des résultats

2.1. Présentation du modèle global

Le modèle global issu du cadre conceptuel, repris pour tester l'influence des investisseurs institutionnels ainsi que le pouvoir managérial des dirigeants sur la performance des opérations de fusions acquisitions des entreprises acquéreuses, est représenté sous forme d'un diagramme. La variable latente du modèle global est la performance des entreprises acquéreuses, cette dernière est estimée par deux indicateurs qui sont le Qtobin et le RAC.

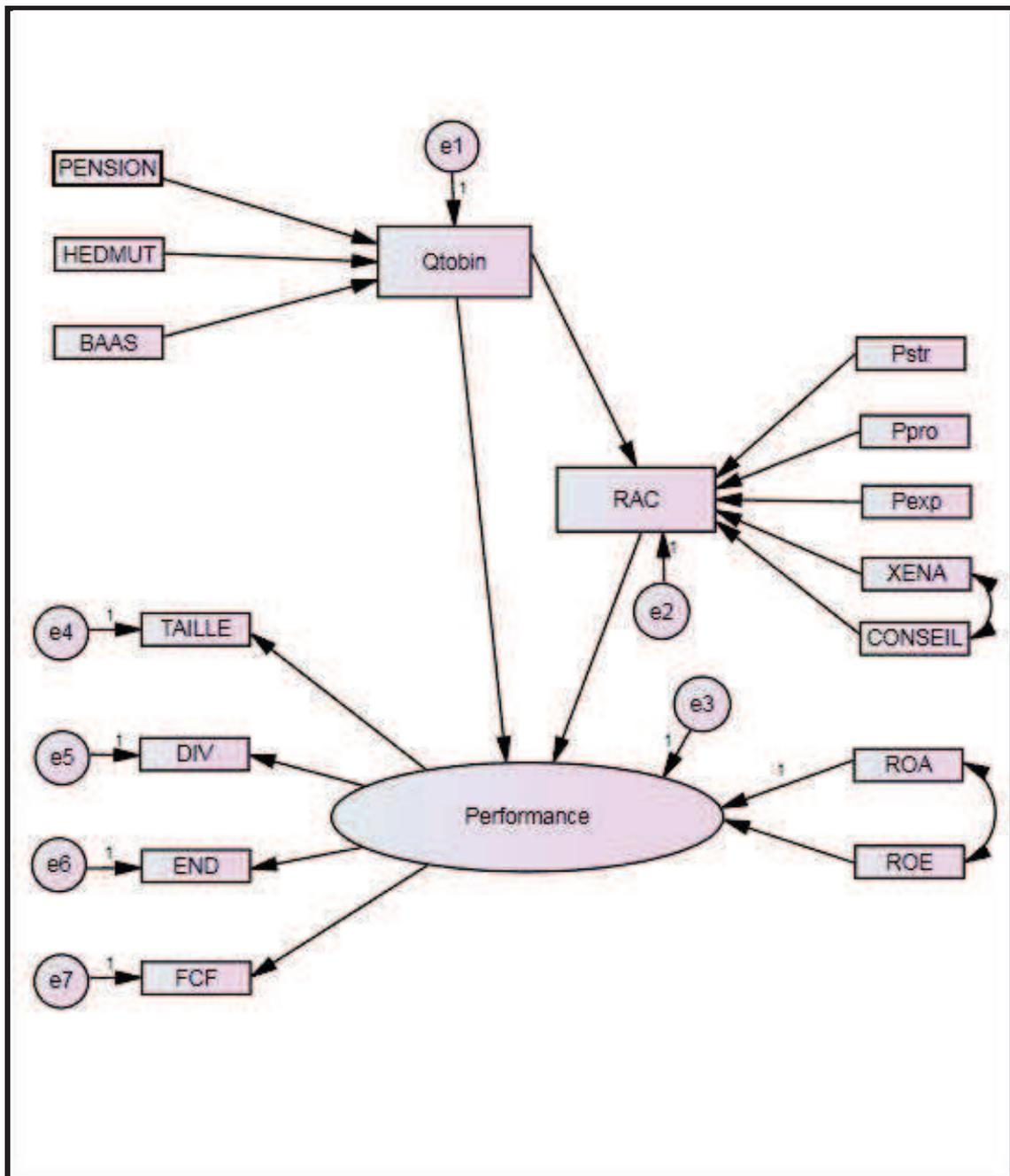


Figure 12 : Construit du modèle global

Le tableau ci-dessous récapitule l'ensemble des résultats des estimations des coefficients de régression du modèle global. Ces coefficients estimés permettent de déceler l'effet des variables les unes sur les autres ainsi que la valeur des statistiques t de Student exprimé par le CR³⁰ et les probabilités p.

³⁰ Critical Ratio.

Tableau 21 : Résultats du modèle global

			Coefficient de régression	S.E.	C.R.	P
Qtobin	<---	PENSION	,003	,008	,635	,538
Qtobin	<---	HEDMUT	,012	,005	2,372	,018
Qtobin	<---	BAAS	-,007	,004	-1,643	,099
RAC	<---	Pstr	-,011	,017	-,942	,381
RAC	<---	Ppro	-,035	,023	-1,844	,072
RAC	<---	Pexp	,000	,001	,903	,418
RAC	<---	XENA	-,029	,017	-1,686	,092
RAC	<---	CONSEIL	,002	,001	1,384	,166
RAC	<---	Qtobin	,002	,014	,437	,691
Performance	<---	ROA	1,000			
Performance	<---	ROE	-,327	,093	-3,527	,000
Performance	<---	RAC	5,027	3,196	1,875	,063
Performance	<---	Qtobin	1,279	1,722	1,717	,087
TAILLE	<---	Performance	-,038	,015	-2,586	,010
DIV	<---	Performance	-,195	,118	-1,646	,100
END	<---	Performance	-772,689	197,425	-3,914	,000
FCF	<---	Performance	-28,616	13,123	-2,181	,029

Comme déjà mentionné, l'utilisation de la méthode des équations structurelles admet plusieurs avantages. Parmi lesquels, elle offre la possibilité d'évaluer la qualité d'ajustement du modèle théorique aux données empiriques.

Selon Roussel et al. (2002), l'ajustement correspond au niveau d'adéquation d'un phénomène décrit par un modèle théorique avec la caractérisation de ce phénomène par des données observées.

Apprécier ainsi la qualité d'ajustement du modèle global revient à examiner les indices d'ajustement. A cette fin, les chercheurs utilisent trois catégories d'indices à savoir : les indices absolus, les indices incrémentaux et les indices de parcimonie. Compte tenu des limites propres à chaque indice, il est nécessaire de les utiliser de manière combinée en prenant garde de retenir les indices dont les caractéristiques et les qualités sont complémentaires avec la méthode d'estimation utilisée (Roussel et al., 2002). Le tableau ci-dessous reporte les principaux résultats trouvés.

Tableau 22 : Synthèse des indices d'ajustement du modèle structurel

Groupes d'indices	Indices	Valeur constatée	Valeur clé	
Indices Absolus	χ^2	$\chi^2/\text{ddl.}$	1,83	≤ 3
		Prob.	0,001	Probabilité associée supérieure à 5%
	GFI	0,889	$\geq 0,9$	
	AGFI	,931	$\geq 0,9$	
	RMR	0,013	$\leq 0,05$ / ne doit pas être supérieur à 0,1	
	RMSEA	0,073	$\leq 0,08$ voir $\leq 0,05$	
Indices Incrémentaux	NFI	0,893	$\geq 0,9$	
	CFI	0,872	$\geq 0,9$	
Indices de Parcimonie	AIC	5,454	Plus faible possible	
	PNFI	0,484	$\geq 0,5$	

D'une manière générale, les différents indices calculés sont acceptables et le modèle est globalement valide. Ceci ne prouve pas que ce modèle soit le meilleur pour les données de notre échantillon, mais nous pouvons dire uniquement que le modèle global s'ajuste bien aux données traitées.

2.2. Evaluation des résultats

Les résultats du modèle global estimé à partir de l'analyse factorielle confirmatoire montrent une relative influence des investisseurs institutionnels sur la performance des entreprises acquéreuses. En effet, les fonds de pension admettent un coefficient non significatif donc ils n'influencent pas la performance des acquisitions à court terme. L'hypothèse H1 n'est donc pas validée.

Cependant la variable HEDMUT a un coefficient positivement significatif au seuil de 1 %, les investisseurs institutionnels spéculateurs et à faible participation au capital influencent positivement la performance des entreprises acquéreuses à court terme. L'hypothèse H2 est validée.

Le signe négatif du coefficient associé à la variable BAAS est significatif au seuil de 10 %, de ce fait les investisseurs institutionnels qui sont en dualité d'investissement et d'affaire au sein de l'entreprise acquéreuse influencent négativement la performance des opérations d'acquisitions à court terme. L'hypothèse H3 est validée.

Le pouvoir structurel du dirigeant est exprimé par le cumul des fonctions de directeur et président de l'entreprise acquéreuse, cette variable n'est pas significative selon les résultats de l'analyse factorielle confirmatoire. L'hypothèse H4 n'est donc pas validée.

Le pouvoir de propriété révèle l'appartenance du dirigeant à la famille fondatrice de l'entreprise acquéreuse. Cette variable est négativement significative au seuil de 10 %. Ainsi, le dirigeant ayant le pouvoir de propriété influence négativement la performance d'une opération d'acquisition ayant suscité une réaction négative sur le marché. L'hypothèse H5 est validée.

La variable Pexp illustre le pouvoir d'expertise du dirigeant exprimé par le nombre d'années d'expérience en temps que directeur général. Cette variable n'est pas significative, l'hypothèse H6 n'est pas validée.

Le pouvoir de prestige du dirigeant est exprimé au travers de son niveau d'étude d'une part, et son expérience au sein des conseils d'administration d'autres entreprises cotées sur le marché français, d'autre part. Par conséquent, les résultats montrent que les dirigeants polytechniciens ou énarques influencent négativement et significativement au seuil de 10 % la performance des opérations d'acquisitions ayant suscité une réaction négative des investisseurs sur le marché. L'hypothèse H7 est validée.

En guise de conclusion, les résultats de l'analyse factorielle confirmatoire semblent corroborer les résultats de la régression linéaire.

Tableau 23 : Synthèse des hypothèses et des résultats du modèle structurel

Hypothèses		Signe attendue	Résultat des régressions linéaires	Résultat de l'AFC
Les hypothèses relatives au comportement des investisseurs institutionnels	H1 - Influence des fonds de Pension	-	NS	NS
	H2 - Influence des investisseurs institutionnels spéculateurs (HEDMUT)	+	+	+
	H3 - Influence des banques et assurances	-	-	-
Les hypothèses relatives au pouvoir du dirigeant	H4 - Le pouvoir structurel	+	+	NS
	H5 - Le pouvoir de Propriété	-	-	-
	H6 - Le pouvoir d'expertise	+	+	NS
	H7 - Le pouvoir de prestige	-	-	-

Tout au long de ce chapitre, nous sommes parvenus à montrer que la performance à court terme des opérations de fusions acquisitions des entreprises acquéreuses est influencée par le comportement des investisseurs institutionnels d'un côté et du pouvoir managérial de l'autre.

Nous concluons que la performance des opérations d'acquisitions est le résultat d'un mécanisme externe représenté par les investisseurs institutionnels au sein de la gouvernance d'entreprise et d'un mécanisme interne symbolisé par le pouvoir managérial des dirigeants.

Les résultats empiriques montrent que le comportement des investisseurs institutionnels face aux décisions de fusions acquisitions dépend de leur horizon d'investissement, de leur niveau de participation au capital et de leur dualité de relations d'affaires et d'investissement au sein de l'entreprise acquéreuse sur le marché français.

Toutefois, la prise de décision de croissance externe par le dirigeant est influencée par le pouvoir managérial de ce dernier au sein de la gouvernance d'entreprise. Ce pouvoir, qu'il soit structurel, de propriété, d'expertise ou de prestige influence la performance des opérations de fusions acquisitions ayant suscité une réaction négative de la part des investisseurs sur le marché.

Les résultats empiriques des régressions linéaires effectuées suite à l'étude d'évènement sont globalement affirmés par une analyse factorielle confirmatoire. Ce constat amène à conclure que les mécanismes de gouvernance d'entreprise influencent la performance des opérations de croissance externe des firmes acquéreuses.

CONCLUSION GÉNÉRALE

Le thème de la gouvernance d'entreprise est l'un des sujets les plus emblématiques de la recherche en finance d'entreprise, notamment les enclins portant sur l'influence du comportement des investisseurs institutionnels et du pouvoir managérial sur les décisions de croissance externe.

Faisant partie de la croissance externe, les décisions de fusions acquisitions constituent des événements importants dans les stratégies des entreprises acquéreuses. Elles se caractérisent par des regroupements ou de prises de contrôle d'entreprises cibles, réalisés par l'intermédiaire d'un achat ou d'un échange d'actions.

Cependant, ces opérations de croissance externe demeurent un objet d'interrogation, en raison d'une gestion spécialement délicate à orchestrer au sein de la gouvernance d'entreprise acquéreuse (Meier et Schier, 2012).

En ce sens, les opérations de fusions acquisitions présentent un vaste champ de recherche et un point de rencontre de plusieurs disciplines telles que le management stratégique, l'économie et la finance. Nombreuses sont les théories qui ont essayé de fouiller les différents aspects de ces opérations et d'analyser leurs conséquences.

Depuis les travaux de Jensen et Meckling (1976), les coûts d'agence sont dus essentiellement à l'excédent des flux monétaires qui pousse le dirigeant à investir dans des projets non rentables notamment de croissance externe afin de servir ses propres intérêts et favoriser son opportunisme. Shleifer et Vishny (1989), dans leur étude sur la gouvernance d'entreprise, suggèrent que l'une des manifestations les plus évidentes des conflits d'agences provient de l'annonce des opérations de fusions acquisitions.

Par ailleurs, la théorie des signaux est évoquée dans la mesure où une étude d'évènement est proposée pour mesurer la réaction immédiate du cours du titre de l'entreprise acquéreuse lors de l'annonce d'une opération de fusions acquisitions. Cette dernière peut entraîner un déséquilibre informationnel entre les actionnaires d'un côté et les dirigeants de l'autre ; l'asymétrie d'information entre le propriétaire et le manager porte, ainsi, sur la valeur réelle de la cible et les synergies potentielles estimées.

Indissociable de la création de valeur, la gouvernance d'entreprise est le levier indispensable d'une politique de maximisation de la richesse des actionnaires (Caby et al., 2013). Ainsi la gouvernance d'entreprise est définie comme l'ensemble des mécanismes qui délimitent l'espace discrétionnaire du dirigeant (Charreaux, 1999).

Cette thèse participe à ce débat et contribue à étudier l'influence des différents mécanismes de la gouvernance d'entreprise sur la performance des opérations de fusions acquisitions. En effet, la performance des firmes acquéreuses est affectée par un enjeu à la fois actionnarial, généré par le comportement des investisseurs institutionnels sur le marché, et managérial, généré par le pouvoir du dirigeant au sein de la gouvernance d'entreprise.

La montée en puissance des investisseurs institutionnels sur le marché financier français leur a permis une certaine influence sur la gouvernance d'entreprise. Cette montée est un fait indubitable que soulignent de nombreuses recherches (Aktas et al., 2013 ; Bushee, 1998 ; Ponsard, 2001). Elle peut être analysée comme une modification profonde du capitalisme et comme un renforcement du pouvoir des actionnaires dont le comportement d'investisseur et de propriétaire se transforment. Ces comportements participent à la mutation des relations entre entreprises et actionnaires.

Toutefois, ces investisseurs institutionnels sont en mesure d'influencer la gouvernance d'entreprise d'une manière parfois décisive, même s'ils demeurent des actionnaires minoritaires (Jeffers et Plihon, 2002). Cependant, cet actionnariat institutionnel est loin de représenter un groupe homogène d'investisseurs.

Une première catégorie de recherches désigne les investisseurs institutionnels par des « traders » dont l'objectif principal est la maximisation de la rentabilité de leurs investissements à court terme. Pozen (1994) postule que les investisseurs institutionnels sont neutres et, dans la plupart des cas, réticents à l'idée de supporter des coûts de contrôle. Ils préfèrent, ainsi, vendre leurs titres en cas de faibles rentabilités.

Cette vente de titres est susceptible de signaler au marché un dysfonctionnement perçu et, par conséquent, faire baisser les cours boursiers de l'entreprise en question.

Considérés comme tels, ces investisseurs peuvent influencer les décisions managériales au sein de la gouvernance d'entreprise (Allegret et Baudry, 1996).

Une deuxième catégorie de recherches avance que les proportions de capital de plus en plus importantes détenues par les investisseurs institutionnels impliquent l'abandon d'une attitude neutre vis-à-vis de la gouvernance d'entreprise (Batsch, 2002). L'incitation à intervenir auprès de la direction de l'entreprise s'amplifie avec le pourcentage de titres détenus tant que la vente de blocs d'actions peut leur engendrer des pertes considérables.

Shleifer et Vishny (1986) suggèrent que les investisseurs institutionnels détenant, assez souvent, des parts conséquentes de capital, acceptent des coûts de contrôle plus élevés pour protéger leur patrimoine. Ils peuvent désormais influencer le pilotage des entreprises et gouverner les dirigeants à prendre les décisions stratégiques qui favorisent le mieux leur position (Baker et al., 2006).

Cette influence institutionnelle peut dissuader, davantage, les décisions opportunistes des dirigeants et assurer qu'ils effectuent bien les choix stratégiques qui maximisent la valeur de l'entreprise à long terme.

Une troisième catégorie de recherches dévoile une dualité de la relation des investisseurs institutionnels avec les entreprises. Sahut et Gharbi (2010) distinguent entre l'unique relation d'investissement, comme c'est le cas par exemple des fonds de pensions ou fonds mutuels ; ou le développement possible de relations d'affaires à côté de la relation d'investissement, telles que les banques et les compagnies d'assurance.

Cette dualité des relations peut amener ce type d'investisseurs institutionnels à privilégier la relation d'affaires au détriment de sa relation d'investissement, ce qui conduit à affaiblir le contrôle exercé sur la firme.

Pour pallier les limites des travaux antérieurs, la mouvance des investisseurs institutionnels face aux décisions de fusions acquisitions est développée en concordance avec un deuxième mécanisme caractérisé par le pouvoir managérial à gérer ces décisions de croissance externe au sein de la gouvernance d'entreprise.

Toutefois, la place du dirigeant dans l'entreprise a fait l'objet de plusieurs recherches mais peu d'auteurs se sont penchés sur la question principale de savoir si le pouvoir du dirigeant influence la performance de l'entreprise acquéreuse à court terme (Finkelstein et Hambrick, 1990 ; Finkelstein, 1992).

En effet, le dirigeant est une personne agissant en qualité de mandataire, c'est-à-dire effectuant des actions au nom d'une autre personne. Le mandant n'est autre que l'ensemble des actionnaires de l'entreprise.

Du fait de cette relation mandant/mandataire, le dirigeant est censé prendre les décisions stratégiques conformes à l'intérêt de ses mandants.

Le dirigeant est demandé de définir les orientations stratégiques de l'entreprise, d'optimiser les activités de cette dernière et de communiquer avec le marché financier de la manière la plus transparente qui soit. Toutes ces actions gérées par le dirigeant, si elles permettent de juger de sa qualité managériale, doivent être contrôlées afin que le dirigeant ne s'écarte pas de sa mission de direction visant l'intérêt actionnarial.

Ce contrôle de la discrétion managériale mené par les actionnaires fait apparaître la théorie d'enracinement. Cette dernière revient sur la nécessité de mise en place de structures de contrôle abordées dans la théorie de l'agence pour en mesurer toutes les limites et, notamment celle inhérente au risque d'enracinement du dirigeant.

Ces évolutions sont cohérentes avec l'objet de cette thèse qui se base sur ces orientations théoriques et conceptuelles relatives à la gouvernance d'entreprise. Sur la base de ce débat, ce travail tente d'apporter une réponse théorique et empirique à la question suivante :

En tant que mécanismes de gouvernance d'entreprise, les investisseurs institutionnels et les dirigeants influencent-ils la performance des opérations de fusions acquisitions ?

En définitif, cette thèse touche à deux domaines d'études parmi les sciences d'organisation. Il s'agit bien d'un sujet hybride touchant à la fois au comportement institutionnel et au pouvoir managérial dans la prise de décisions de fusions acquisitions

au sein de la gouvernance d'entreprise. Elle s'insère, d'une part, dans le cadre des recherches réalisées sur l'étude des mécanismes de la gouvernance. Elle mobilise, d'autre part, un corpus théorique décrivant cette dernière comme étant le moyen ultime d'assurer la meilleure performance de l'entreprise acquéreuse.

Cette thèse fait état d'un choix positiviste comme positionnement épistémologique pour suivre une démarche hypothético-déductive. Cette dernière définit des hypothèses de recherche et les teste en utilisant des méthodes et modèles économétriques pour ensuite faire des inférences liées aux résultats trouvés. Les hypothèses issues de l'exploration théorique de la recherche sont au nombre de sept testées à travers une régression linéaire et une analyse factorielle confirmatoire. L'ensemble de ces hypothèses est issu des travaux sur la gouvernance d'entreprise.

L'échantillon étudié est construit à partir des données de 66 entreprises acquéreuses cotées sur le marché français ayant effectué des opérations de prise de contrôle sur la période allant du 01/01/2002 au 31/12/2011. Cet échantillon a servi à tester l'influence des investisseurs institutionnels sur la performance des décisions de fusions acquisitions d'une part, et à déterminer l'impact du pouvoir managérial sur cette même performance, à court terme, malgré la réaction négative des investisseurs sur le marché d'autre part.

La thèse apporte une contribution originale à des recherches antérieures en termes de protocole méthodologique. La méthodologie de cette recherche repose, d'une part, sur des modèles de régression multiples, visant à déceler le rôle des mécanismes de gouvernance d'entreprise sur la performance des décisions de fusions acquisitions. Et d'autre part, la méthode des équations structurelles est envisagée pour vérifier les résultats des régressions linéaires multiples par la méthode des moindres carrés ordinaire. Cette démarche quantitative permet d'obtenir des résultats pouvant être généralisés.

Les résultats empiriques obtenus, suite à la mobilisation des deux méthodes économétriques pour appréhender l'influence des mécanismes de gouvernance d'entreprise sur la performance, à court terme, des firmes acquéreuses, s'avèrent relativement en accord avec les prédictions théoriques présentées tout au long de la première partie de cette thèse.

En effet, l'application de l'analyse factorielle confirmatoire via la méthode des équations structurelles a permis de rendre compte de l'importance des mécanismes de gouvernance d'entreprise dans la prise de décisions de fusions acquisitions.

En ce sens, l'originalité de cette recherche est justifiée par la rareté des études ayant traité l'influence des mécanismes internes et externes de gouvernance sur la performance des entreprises acquéreuses cotées sur le marché Français tout en appliquant deux méthodes différentes d'analyses économétriques. Parmi les sept résultats empiriques étudiés, quatre sont significatifs et sont ainsi exposés :

- ✓ La dispersion du pourcentage d'actions détenu par les investisseurs institutionnels aboutit à un effet positif sur la performance, à court terme, des opérations d'acquisitions.
- ✓ Les investisseurs institutionnels qui sont en relation de dualité d'investissement et affaire influencent négativement la performance, à court terme, des opérations d'acquisitions.
- ✓ Le pouvoir de propriété du dirigeant influence négativement la performance d'une opération d'acquisition ayant suscité une réaction négative sur le marché.
- ✓ Le pouvoir de prestige du dirigeant influence négativement la performance d'une opération d'acquisition ayant suscité une réaction négative sur le marché.

La recherche et les résultats qu'elle expose, permettent d'identifier un certain nombre de limites pouvant constituer une base de questions pour de nouvelles perspectives de recherches. Certes, ces limites ne remettent pas en question les résultats de ce travail, mais incitent à des travaux ultérieurs.

Une première limite porte sur la non prise en compte de certaines variables de contrôle très utilisées dans les travaux relatifs aux opérations de fusions acquisitions. Dans notre étude empirique qui s'intéresse à la performance des entreprises acquéreuses, à court terme, nous n'avons pas inclus le mode de paiement, la présence d'autres acquéreurs concurrents et l'hostilité de l'offre. L'analyse au cas par cas à partir des bases de

données et des différents sites, tels que AMF et Factiva, ne fournit pas, dans la plupart du temps, les informations souhaitées.

Une deuxième limite concerne la performance à court terme estimée à l'aide de la méthodologie des études d'évènements. Cette méthodologie nécessite de poser préalablement l'hypothèse de l'efficience des marchés. Selon la forme semi-forte, qui semble plus conforme à la réalité financière, cette hypothèse suggère que toute l'information disponible doit être rapidement intégrée dans le cours boursier. Ce dernier incorpore systématiquement toute anticipation de changement de valeur générée par l'annonce de l'acquisition.

La méthodologie des études d'évènements suppose, ainsi, que tous les investisseurs sont capables d'anticiper rationnellement toutes les conséquences futures de l'annonce à la date d'annonce. Cependant, la complexité de ces opérations de croissance externe fait que certaines informations importantes ne sont pas divulguées à la date de l'annonce, ce qui génère une réaction tardive du marché. A cet égard, le choix de la fenêtre d'évènement est toujours critiquable dans la mesure où il est probable que la date d'annonce ne capte pas nécessairement la réaction ponctuelle du marché.

En ce qui concerne le pouvoir du dirigeant, l'étude est menée à l'aide de données essentiellement recueillies à la main et qui ont, parfois, fait l'objet d'une analyse au cas par cas notamment concernant le profil des dirigeants. Afin de travailler sur un échantillon significatif, la période d'analyse est étalée sur dix ans. Sauf que certaines données telles que les caractéristiques du conseil d'administration, ou encore le montant des rémunérations des dirigeants sont, dans la plupart du temps, peu ou pas du tout accessibles. En ce sens, nous n'avons pas pu intégrer, dans l'analyse empirique, l'ensemble de ces facteurs pouvant jouer un rôle déterminant dans l'influence du pouvoir managérial sur la performance des entreprises acquéreuses.

Le dépassement de certaines de ces limites nous conduit à vouloir prolonger la recherche vers une meilleure compréhension de l'influence des mécanismes de gouvernance d'entreprise sur la performance des opérations de croissance externe des firmes françaises acquéreuses.

Cette recherche pourrait être développée en examinant les interactions des investisseurs institutionnels avec les autres actionnaires des entreprises acquéreuses sur le marché français. Il serait intéressant également d'approfondir notre recherche en intégrant les opérations de fusions acquisitions transfrontalières pour élargir notre échantillon d'étude et mettre davantage en évidence le rôle des mécanismes de gouvernance d'entreprise dans les décisions de croissance externe.

BIBLIOGRAPHIE

« Présentation selon la norme APA 6th (American Psychological Association) »

- Agrawal, A., Jaffe, J. F. et Mandelker, G. N. (2012). « The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly ». *The journal of finance* 47(4): 1605-1621.
- Aktas, N. et al. (2013). « Learning from repetitive acquisitions: Evidence from the time between deals ». *Journal of financial economics* 108(1): 99-117.
- Alchian, A. A. et Demsetz, H. (1972). « Production, information costs, and economic organization ». *The American Economic Review* 62 (5) : 777-795.
- Alexandre, H. et Paquerot M. (2000). « Efficacité des structures de contrôle et enracinement des dirigeants ». *Finance contrôle stratégie* 3(2): 5.
- Allard-Poesi, F. et Maréchal, C. (1999). « Construction de l'objet de la recherche ». *Méthodes de recherche en management*, Dunod, Paris, 34-56.
- Allegret, J.-P. et Baudry, B. (1996). « La relation banque-entreprise: structures de gouvernement et formes de coordination ». *Revue française d'économie* 11(4): 3-36.
- Almeida, H., Campello, M. et Weisbach, M. S. (2005). « The cash flow sensitivity of cash ». *The journal of finance* 59(4): 1777-1804.
- Amihud, Y. et Lev, B. (1981). « Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers ». *The bell journal of economics*: 605-617.
- Amihud, Y. et Lev, B. (1999). « Does corporate ownership structure affect its strategy towards diversification? ». *Strategic Management Journal* 20(11): 1063-1069.
- Armitage, S. (2006). « Event study methods and evidence on their performance ». *Journal of Economic Surveys* 9(1): 25-52.
- Bachelet, C. et Favre, J. P. (1998). « Coexistence et cohérence des représentations du dirigeant de PME: application à la communication interne ». *IVème Congrès International Francophone sur la PME*: 1-15.

- Baker, M. et Wurgler, J. (2011). « Behavioral corporate finance: An updated survey ». *Handbook of the Economics of Finance, Volume 2, Part A*, Pages 357-424.
- Baliga, B., Moyer, R. C. et Rao, R. S. (1998). « CEO duality and firm performance: what's the fuss? ». *Strategic Management Journal* 17(1): 41-53.
- Ball, R. et Brown, P. (1968). « An empirical evaluation of accounting income numbers ». *Journal of Accounting Research*: 159-178.
- Barclay, M. et Hoderness, C. (1991). « Negotiated blocktrades and corporate control ». *Journal of finance*, Vol 46, pp. 861-878.
- Baron, R. A. (2004). « The cognitive perspective: a valuable tool for answering entrepreneurship's basic "why" questions ». *Journal of Business Venturing* 19(2): 221-239.
- Batsch, L. (2002). « Le capitalisme financier ». Éditeur : La Découverte ; Collection: Repères, 128 pages.
- Baudru, D. et Kechidi, M. (1998). « Les investisseurs institutionnels étrangers: vers la fin du capitalisme à la française? » *Revue d'économie financière* 48(4): 93-105.
- Baudru, D. et Lavigne, S. (2001). « Investisseurs institutionnels et gouvernance sur le marché financier français ». *Revue d'économie financière* 63(3): 91-105.
- Bauer, M. et Bertin-Mourot, B. (1995). « La tyrannie du diplôme initial et la circulation des élites: la stabilité du modèle français ». *Le recrutement des élites en Europe*. Paris: La Découverte: 48-63.
- Bauer, M. et Cohen, E. (1981). « Qui gouverne les groupes industriels ? : essai sur l'exercice du pouvoir ». Préface de L. Karpik, Paris, Ed du Seuil, 288 p.
- Baumol, W. J. (1959). « Business behavior, value and growth ». *Business behavior, value and growth*. New York: Macmillan, Princeton University, Princeton, NJ. 164 p.

- Becker, G. S. et Tomes, N. (1994). « Human capital and the rise and fall of families. Human Capital: A Theoretical and Empirical Analysis with Special Reference to Education ». (3rd Edition), The University of Chicago Press: 257-298.
- Bellier, S. et Bellier-Michel, S. (1997). « Modes et légendes au pays du management ». Ed. Vuibert. 77 pages.
- Ben-David, I., Graham, J. R. et Harvey, C. M. (2007). « Managerial overconfidence and corporate policies ». National Bureau of Economic Research.
- Berkovitch, E. et Narayanan, M. (1993). « Motives for takeovers: An empirical investigation ». *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 28(3).
- Berle, A. A. et Means, G. C. (1932). « The modern corporation and private property ». Transaction Pub.
- Bertrand, M. et Schoar, A. (2003). « Managing with style: The effect of managers on firm policies ». *The Quarterly Journal of Economics* 118(4): 1169-1208.
- Bhagat, S. et Bolton, B. (2008). « Corporate governance and firm performance ». *Journal of Corporate Finance* 14(3): 257-273.
- Bhagat, S., Shleifer, A. et Vishny, R. (1990). « Hostile takeovers in the 1980s: The return to corporate specialization ». *Brookings Papers on Economic Activity. Microeconomics 1990* : 1-84.
- Bianchi, M., Bianco, M. et Enriques, L. (2001). « Pyramidal groups and the separation between ownership and control in Italy ». *The Control of Corporate Europe*. Fabrizio Barca and Marco Becht, eds., Oxford University Press, pp. 154-186.
- Bissara, P. (1998). « Les véritables enjeux du débat sur le gouvernement de l'entreprise ». *Revue des sociétés*, N6, pp. 13-17.
- Black, B. (1992). « Agents watching agents: The promise of institutional investor voice ». *UCLA Law Review* 39: 811-893.

- Black, S. E. et Lynch, L. M. (1996). « Human-capital investments and productivity ». *The American Economic Review* 86(2): 263-267.
- Blesson, C. et Clerwall, U. (2003). « La montée en puissance des investisseurs institutionnels: implications réglementaires ». *Etude du BIPE pour le rapport d'information*(367): 2002-2003.
- Boehmer, E., Masumici, J. et Poulsen, A. B. (1991). « Event-study methodology under conditions of event-induced variance ». *Journal of financial economics* 30(2): 253-272.
- Bounfour, A. (1998). « Le Management des Ressources Immatérielles ». *Maitriser les nouveaux leviers de l'avantage compétitif*. Ed. DUNOD, Paris 3.
- Bourgeois, E. et Nizet, J. (1995). « Pression et légitimation: une approche constructive du pouvoir ». *Presses universitaires de France*.
- Bourguinat, H. (1998). « L'économie morale: le marché contre les acquis? ». Ed. Arléa. 222 pages.
- Bournois, F. et Roussillon, S. (1998). « Préparer les dirigeants de demain: une approche internationale de la gestion des cadres à haut potentiel ». Ed. d'organisation.
- Bradley, M., et al. (1988). « Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms ». *Journal of financial economics* 21(1): 3-40.
- Brancato, C. K. (1997). « Institutional investors and corporate governance: best practices for increasing corporate value ». *Irwin Professional Pub*.
- Brickley, J. A., Desai, A. et Kim, E. H. (1997). « Leadership structure: Separating the CEO and chairman of the board ». *Journal of Corporate Finance* 3(3): 189-220.
- Brickley, J. A., Lease, R. et Smith, C. W. (1988). « Ownership structure and voting on antitakeover amendments ». *Journal of financial economics* 20: 267-291.

- Brown, S. J. et Warner, J. B. (1980). « Measuring security price performance ». *Journal of financial economics* 8(3): 205-258.
- Brown, S. J. et Warner, J. B. (1985). « Using daily stock returns: The case of event studies ». *Journal of financial economics* 14(1): 3-31.
- Bughin, C. (2011). « L'influence des investisseurs institutionnels sur les orientations stratégiques des entreprises ». *La Revue des Sciences de Gestion* (5) : 177-188.
- Bushee, B. J. (1998). « The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior ». *Accounting review*: 305-333.
- Bushee, B. J. (2001). « Do Institutional Investors Prefer Near-Term Earnings over Long-Run Value? ». *Contemporary Accounting Research* 18(2): 207-246.
- Bushee, B. J. et C. F. Noe (2000). « Corporate disclosure practices, institutional investors, and stock return volatility ». *Journal of Accounting Research*: 171-202.
- Byrne, B. M. (2009). « Structural equation modeling with EQS: Basic concepts, applications, and programming ». 2nd ed, Routledge New York.
- Caby, J. (2003). « La convergence internationale des systèmes de gouvernance des entreprises: faits et débats ». Institut d'Administration des Entreprises de Paris.
- Caby, J. (2011). « Gouvernance et prise de décision ». *Les questions qui dérangent (Chapitre 7 - Les dirigeants sont-ils réellement contrôlés ?)*. Editions Eyrolles.
- Caby, J. Hirigoyen, G. et Prat dit Hauret, C. (2013). « Création de valeur et gouvernance de l'Entreprise ». 4^{ème} édition ECONOMICA.
- Carleton, W. T., Nelson, J. M. et Weisbach, M. S. (2002). « The Influence of Institutions on Corporate Governance through Private Negotiations: Evidence from TIAA-CREF ». *The journal of finance* 53(4): 1335-1362.

- Castanias, R. P. et Helfat, C. E. (1991). « Managerial resources and rents ». *Journal of management* 17(1): 155-171.
- Castanias, R. P. et Helfat, C. E. (1992). « Managerial and windfall rents in the market for corporate control ». *Journal of economic behavior & organization* 18(2): 153-184.
- Charreaux, G. (1992). « Mode de contrôle des dirigeants et performance des firmes ». Faculté de science économique et de gestion, Université de Bourgogne.
- Charreaux, G. (1994). « Conseil d'administration et pouvoirs dans l'entreprise ». *Revue d'économie financière* 31(4): 49-79.
- Charreaux, G. (1997). « Le gouvernement des entreprises : Corporate Governance : théories et faits ». *Economica*.
- Charreaux, G. (1999). « La théorie positive de l'agence: lecture et relectures... ». G. Koenig.
- Charreaux G. (2004). « Les théories de la gouvernance : de la gouvernance des entreprises à la gouvernance des systèmes nationaux », cahier de FARGO n°1040101.
- Charreaux, G. (2005). « Pour une gouvernance d'entreprise «comportementale» Une réflexion exploratoire ». *Revue française de gestion*(4): 215-238.
- Charreaux, G. et Desbrières, P. (2001). « Corporate governance: stakeholder value versus shareholder value ». *Journal of Management and Governance* 5(2): 107-128.
- Chen, X., Li, K. et Harford, J. (2007). « Monitoring: Which institutions matter? ». *Journal of financial economics* 86(2): 279-305.
- Child, J. (1972). « Organizational structure, environment and performance: The role of strategic choice ». *Sociology* 6(1): 1-22.

- Clark, K. et Ofek, E. (1994). « Mergers as a means of restructuring distressed firms: an empirical investigation ». *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 29(4).
- Coleman, J. S. (1991). « Constructed organization: first principles ». *JL Econ. And Org.* 7 : 7.
- Corrado, C. J. (1989). « A nonparametric test for abnormal security-price performance in event studies ». *Journal of financial economics* 23(2): 385-395.
- Corrado, C. J. et Zivney, T. L. (1992). « The specification and power of the sign test in event study hypothesis tests using daily stock returns ». *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27(03): 465-478.
- Cowan, A. R. et A. Sergeant (1996). « Trading frequency and event study test specification ». *Journal of Banking & Finance* 20(10): 1731-1757.
- Crete, R. et S. Rousseau (1996). « De La Passivite A L'activisme Des Investisseurs Institutionnels Au Sein Des Corporations: Le Reflet De La Diversite Des Facteurs D'Influence ». *McGill LJ* 42: 863.
- Crié, D. (2005). « De l'usage des modèles de mesure réflectifs ou formatifs dans les modèles d'équations structurelles ». *Recherche et Applications en Marketing* 20 (2): 5-27.
- Cunliffe, A. L. (2002). « Managers as practical authors: Reconstructing our understanding of management practice ». *Journal of management studies* 38(3): 351-371.
- D'Aveni, R. A. et MacMillan, I. C. (1990). « Crisis and the content of managerial communications: A study of the focus of attention of top managers in surviving and failing firms ». *Administrative Science Quarterly*: 634-657.
- Datta, D. K., Pinches G. E. et Narayanan, V. K. (2006). « Factors influencing wealth creation from mergers and acquisitions: A meta-analysis ». *Strategic Management Journal* 13(1): 67-84.

- David, P. A. et Foray, D. (2002). « Une introduction à l'économie et à la société du savoir ». *Revue internationale des sciences sociales*(1): 13-28.
- Dahia, J., Lonie A.A. et Power D.M. (1988). « Ownership structure, firm performance and top executive change: an analysis of UK Firms”; *Journal of business finance and accounting*, Vol. 25 n° 9 and 10, November and December, pp. 1089-1118.
- De Bodt, É., Cousin, J. G. et Imad'Eddine, G. (2013). « Fusions-acquisitions et efficience allocationnelle ». *Revue d'économie financière*(2): 15-43.
- De Bruyne, P., Herman, J. et De Schoutheete M. (1974). « Dynamique de la recherche en sciences sociales : les pôles de la pratique méthodologique ». Presses universitaires de France.
- Denis D.J., Denis D. et Sarin A. (1997). « Agency problems, equity ownership, and corporate diversification ». *Journal of finance*, 52; pp. 135-160.
- Denzau, A. T. et North, D. C. (1994). « Shared mental models: ideologies and institutions ». *Kyklos* 47(1): 3-31.
- Derhy, A. (1995). « Les fusions et acquisitions en France de 1959 à 1992: évolution et caractéristiques ». *Revue d'économie industrielle* 73(1): 19-44.
- Doukas, J. (1995). « Overinvestment, Tobin's Q and gains from foreign acquisitions ». *Journal of Banking and Finance*, 20(9), 1285-1303.
- Doukas, J. A. et Petmezas, D. (2007). « Acquisitions, Overconfident Managers and Self-attribution Bias ». *European Financial Management* 13(3): 531-577.
- Dong, M. et Ozkan, A. (2008). « Institutional investors and director pay : An empirical study of UK companies ». *Journal of Multinational Financial Management*. Vol. 18, N 1, pp 16-29.
- Drucker, P. F. (2006). « Innovation and entrepreneurship ». Harper Business.

- Dumontier, P. et Martinez, I. (2001). « Les études d'évènements en comptabilité financière, Faire de la recherche en comptabilité financière ». Vuibert, FNEGE, Chp.7, p.103-115.
- Dyckman, T., Philbrick, D. et Stephan, J. (1984). « A comparison of event study methodologies using daily stock returns: A simulation approach ». *Journal of Accounting Research*: 1-30.
- Edwards, J. R. et Bagozzi, R. P. (2000). « On the nature and direction of relationships between constructs and measures ». *Psychological methods* 5(2): 155.
- Eisenberg, T., Sundgren, S. et Wells, M. T. (1998). « Larger board size and decreasing firm value in small firms ». *Journal of financial economics* 48(1): 35-54.
- Eminet, A., Guedri, Z. et Asseman, S. (2009). « Le dirigeant est-il l'architecte de sa rémunération? Structure de contrôle du conseil d'administration et mobilisation du capital social ». *Revue finance contrôle stratégie* 12(3): 5-36.
- Engen, E. M. et Lehnert, A. (2000). « Mutual funds and the US equity market ». *Fed. Res. Bull.* 86: 797.
- Fama, E., Fisher, L., Jensen, M. C. et Roll, R. (1969). « The adjustment of stock prices to new information ». *International economic review* 10.
- Fama, E. F. (1980). « Agency Problems and the Theory of the Firm ». *The Journal of Political Economy* : 288-307.
- Fama, E. F. et French, K. R. (2012). « Size and book-to-market factors in earnings and returns ». *The journal of finance* 50(1): 131-155.
- Fama, E. F. et Jensen, M. C. (1983). « Separation of ownership and control ». *JL & Econ.* 26: 301.
- Finkelstein, S. (1992). « Power in top management teams: dimensions, measurement, and validation ». *Academy of management journal* 35(3) : 505-538.

- Finkelstein, S. et Boyd, B. K. (1998). « How much does the CEO matter? The role of managerial discretion in the setting of CEO compensation ». *Academy of management journal*: 179-199.
- Finkelstein, S. et Hambrick, D. C. (1990). « Top-management-team tenure and organizational outcomes : The moderating role of managerial discretion ». *Administrative Science Quarterly*: 484-503.
- Finkelstein, S., Hambrick, D. C. et Cannella, A. A. (1996). « Strategic leadership ». West St Paul, MN.
- Franks, J., Harris, R. et Titman, S. (1991). « The postmerger share-price performance of acquiring firms ». *Journal of financial economics* 29(1): 81-96.
- Franks, J. et Mayer, C. (1996). « Hostile takeovers and the correction of managerial failure ». *Journal of financial economics* 40(1): 163-181.
- Franks, J. et Mayer, C. (1998). « Bank control, takeovers and corporate governance in Germany ». *Journal of Banking and Finance* 22 (10) : 1385-1403.
- Fransman, M. (1994). « Information, knowledge, vision and theories of the firm ». *Industrial and corporate change* 3(3): 713-757.
- Fuller, K., Netter, J. et Stegemoller, M. (2002). « What do returns to acquiring firms tell us? Evidence from firms that make many acquisitions ». *The journal of finance* 57(4): 1763-1793.
- Gabrié, H. et Jacquier, J.-L. (1994). *La théorie moderne de l'entreprise: l'approche institutionnelle*, Economica.
- Gerbing, D. W. et Anderson, J. C. (1988). « An updated paradigm for scale development incorporating unidimensionality and its assessment ». *Journal of marketing research*, 186-192.

- Ghosh, A. et Jain, P. C. (2000). « Financial leverage changes associated with corporate mergers ». *Journal of Corporate Finance* 6(4): 377-402.
- Ginglinger, É. (2002). « L'actionnaire comme contrôleur ». *Revue française de gestion*(5): 37-55.
- Girard, C. (2002). « Les actionnaires minoritaires ». *Revue française de gestion*(5): 183-202.
- Girard, C. (2004). « L'incidence de l'activisme actionnarial sur les mécanismes de gouvernance: le cas français ». *Revue finance contrôle stratégie* 7(3): 91-116.
- Gordon, R. (1993). « Collaborative linkages, transnational networks and new structures of innovation in Silicon Valley's high technology industry ». *Industrial Suppliers/Services report* 4.
- Goriatchev, S. (2006). « Eat or Be Eaten: The Empirical Evidence ». URL: http://www.phd-finance.unizh.ch/Courses/Downloads/SRP_Sergej.pdf, 29.05.
- Guercio, D. D. et Hawkins, J. (1999). « The motivation and impact of pension fund activism ». *Journal of financial economics* 52(3): 293-340.
- Guilhot, B. (2000). « Defaillance d'entreprise: soixante-dix ans d'analyses theoriques et empiriques ». *Revue française de gestion*: 52-67.
- Habib, A. et Ajina, A. (2014). « Institutional Activism Incidence on Firm Performance: Case of French Companies ». *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, Issue 63, pp 87-100.
- Hair Jr, J. F., Anderson, R. E., Tatham, R. L., et Black, W. C. (1998). « Multivariate data analysis: with readings ». Prentice-Hall, Inc.
- Hambrick, D. C. et Mason, P. A. (1984). « Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers ». *Academy of Management Review*: 193-206.

- Hansmann, H. (1988). « Ownership of the Firm ». *Journal of Law, Economics, & Organization*: 267-304.
- Harford, J. (2005). « What drives merger waves? » *Journal of financial economics* 77(3): 529-560.
- Harris, M. et Raviv, A. (1988). « Corporate governance: Voting rights and majority rules ». *Journal of financial economics* 20: 203-235.
- Haunschild, P. R. et Beckman, C. M. (1998). « When do interlocks matter?: Alternate sources of information and interlock influence ». *Administrative Science Quarterly*: 815-844.
- Hayward, M. L. et Hambrick, D. C. (1997). « Explaining the premiums paid for large acquisitions: Evidence of CEO hubris ». *Administrative Science Quarterly*: 103-127.
- Hermalin, B. E. et Weisbach, M. S. (1988). « The determinants of board composition ». *The RAND Journal of Economics*: 589-606.
- Hervé, F. (2001). « Faut-il acheter les actions des entreprises apparaissant sur les listes noires du Conseil des Investisseurs Institutionnels? » *Revue d'économie financière*(63).
- Hill, C. W. et Jones, T. M. (1992). « Stakeholder-agency theory ». *Journal of management studies* 29(2): 131-154.
- Hirigoyen, G. (2000). « Droit et finance ». *Cahiers du CREFF*, 6.
- Hirschman, A. O. (1970). « Exit, voice, and loyalty: Responses to decline in firms, organizations, and states ». Cambridge, Mass.: Harvard University Press.
- Hirshleifer, D. (1993). « Managerial reputation and corporate investment decisions ». *Financial Management*: 145-160.

- Hirshleifer, D. et Thakor, A. V. (1992). « Managerial conservatism, project choice, and debt ». *Review of Financial Studies* 5(3): 437-470.
- Holmström, B. (1999). « Managerial incentive problems: A dynamic perspective ». *The Review of Economic Studies* 66(1): 169-182.
- Hu, L., et Bentler, P. M. (1999). « Cutoff criteria for fit indexes in covariance structure analysis: Conventional criteria versus new alternatives ». *Structural Equation Modeling: A Multidisciplinary Journal*, 6(1), 1-55.
- Jeffers, E. (2005). « Corporate governance: Toward converging models? ». *Global Finance Journal* 16(2): 221-232.
- Jeffers, E. et Magnier, V. (2001). « Le gouvernement d'entreprise et les FIE au niveau international ». *La montée en puissance des fonds d'investissement*.
- Jeffers, E. et Plihon, D. (2001). « Investisseurs institutionnels et gouvernance des entreprises ». *Revue d'économie financière* 63(3): 137-152.
- Jensen, M. C. (1986). « Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers ». *Corporate Finance, and Takeovers. American Economic Review* 76(2).
- Jensen, M. C. (1993). « The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems ». *The journal of finance* 48(3): 831-880.
- Jensen, M. C. (1994). « Self interest, altruism, incentives, and agency theory ». *Journal of Applied Corporate Finance. Foundations of Organizational Strategy*.
- Jensen, M. C. et Meckling, W. H. (1976). « Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure ». *Journal of financial economics* 3(4): 305-360.
- Jensen, M. C. et Ruback, R. S. (1983). « The market for corporate control: The scientific evidence ». *Journal of financial economics* 11(1): 5-50.

- John, K. et Senbet, L. W. (1998). « Corporate governance and board effectiveness ». *Journal of Banking & Finance* 22(4): 371-403.
- Johnson, G. Scholes, K., Whittington, R. et Fréry, F. (2014). « Stratégique ». Pearson Education France, 10^{ème} édition.
- Jöreskog, K. G. (1971). « Statistical analysis of sets of congeneric tests ». *Psychometrika*, 36(2), 109-133.
- Kang, E. et Zardkoohi, A. (2005). « Board leadership structure and firm performance ». *Corporate Governance: An International Review* 13(6): 785-799.
- Karpoff, J. M., Malatesta, P. H. et Walkling, R. A. (1996). « Corporate governance and shareholder initiatives: Empirical evidence ». *Journal of financial economics* 42(3): 365-395.
- Khan, R., Dharwadkar, R. et Brandes, P. (2005). « Institutional ownership and CEO compensation: a longitudinal examination ». *Journal of Business Research* 58(8): 1078-1088.
- Klein, B. (1995). « The economics of franchise contracts ». *Journal of Corporate Finance* 2(1): 9-37.
- Kochhar, R. et David, P. (1996). « Institutional investors and firm innovation: A test of competing hypotheses ». *Strategic Management Journal* 17(1): 73-84.
- Koh, P.-S. (2003). « On the association between institutional ownership and aggressive corporate earnings management in Australia ». *The British Accounting Review* 35(2): 105-128.
- Kouao, G.S. (2011). « Incidence des facteurs institutionnels dans l'évolution de la structure financière des entreprises: cas d'entreprises françaises cotées à la bourse de Paris ». Thèse de doctorat, Université Bordeaux IV.
- Kuhn, T. (1983). « La structure des révolutions scientifiques ». Paris: Flammarion.

- Labelle, R. et Raffournier B. (2000). « Comparaison internationale en matière de gouvernement d'entreprise ». 21ÈME CONGRES DE L'AFC.
- Lacroux, A. (2008). « L'Analyse des Modèles de Relations Structurelles par la Méthode PLS : Une Approche Emergente dans la Recherche Quantitative en GRH ». *Working Paper*, pp. 1-26.
- Lauenstein, M. (1977). « Preserving the impotence of the board ». *Harvard business review* 55(4): 36-38.
- Lavigne, S. (2004). « L'industrie des fonds de pension: les investisseurs institutionnels américains ». Editions L'Harmattan.
- Lee, D. Y. et Tsang, E. W. (2002). « The effects of entrepreneurial personality, background and network activities on venture growth ». *Journal of management studies* 38(4): 583-602.
- Lehmann, E. et Weigand, J. (2000). « Does the governed corporation perform better? Governance structures and corporate performance in Germany ». *European Finance Review* 4(2): 157-195.
- Lehn, K. M. et Zhao, M. (2006). « CEO turnover after acquisitions: Are bad bidders fired? ». *The journal of finance* 61(4): 1759-1811.
- Lindenberg, E. B. et Ross, S. A. (1981). « Tobin's q ratio and industrial organization ». *Journal of business*: 1-32.
- Linn, S. C. et Switzer, J. A. (2001). « Are cash acquisitions associated with better postcombination operating performance than stock acquisitions? ». *Journal of Banking & Finance* 25(6): 1113-1138.
- Loasby, B. J. (2001). « Time, knowledge and evolutionary dynamics: why connections matter ». *Journal of Evolutionary Economics* 11(4): 393-412.

- Loderer, C. et Martin, K. (1992). « Postacquisition performance of acquiring firms ». *Financial Management*: 69-79.
- Malmendier, U. et Tate, G. (2005). « CEO overconfidence and corporate investment ». *The journal of finance* 60(6): 2661-2700.
- Marris, R. L. (1964). *The economic theory of managerial capitalism*, Macmillan London.
- Martin, K. J. et McConnell, J. J. (2012). « Corporate performance, corporate takeovers, and management turnover ». *The journal of finance* 46(2): 671-687.
- Martinez, I. (2002). « De l'influence du caractère familial des sociétés sur le cours de bourse ». *Revue Française de Gestion*, 28, N°139, pp. 91-106.
- Mbengue, A. (1997). « Le fonctionnement dual des organisations ». *Revue française de gestion*(114): 27-38.
- Mc Connel J. et Servaes H. (1990). « Additional evidence on equity ownership and corporate value ». *Journal of financial economics*, 27.
- Mikkelson W. et Ruback R. (1985). « An empirical analysis of the interfirm equity investment process ». *Journal of financial economics*; Vol. 20, pp. 293-315.
- Meier, O. et Schier, G. (2012). « Fusions Acquisitions ». *Stratégie de l'entreprise*, 4^{ème} édition, DUNOD, ISBN 978-2-10-057402-5.
- Meyer, J. W. et Rowan, B. (1977). « Institutionalized organizations: Formal structure as myth and ceremony ». *American journal of sociology*: 340-363.
- Mezghanni, B. S. (2010). « How CEO attributes affect firm R&D spending? New evidence from A panel of French firms ». 31ème Congrès de l'Association Francophone de Comptabilité.

- Mincer, J. A. (1974). « Introduction to Schooling, Experience, and Earnings ». *Schooling, Experience, and Earnings*, Columbia University Press: 1-4.
- Mintzberg, H. (1983). « Power in and around organizations ». *Academy of Management Review*: 207-224.
- Moeller, S. B., Schlingemann, F. P. et Stulz, R. M. (2004). « Firm size and the gains from acquisitions ». *Journal of financial economics* 73(2): 201-228.
- Moeller, S. B., Schlingemann, F. P. et Stulz, R. M. (2005). « Wealth destruction on a massive scale? A study of acquiring-firm returns in the recent merger wave ». *The journal of finance* 60 (2) : 757-782.
- Monks, R. A. et Minow N. (1996). « Watching the watchers: Corporate governance for the 21st century ». Blackwell Cambridge.
- Morck, R., Shleifer, A. et Vishny, R. W. (2012). « Do managerial objectives drive bad acquisitions? » *The journal of finance* 45(1): 31-48.
- Morin, F. (1998). « Le modèle français de détention et de gestion du capital ». *Analyse, prospective et comparaisons internationales*.
- Morin, F. et Rigamonti, E. (2002). « Évolution et structure de l'actionnariat en France ». *Revue française de gestion*(5): 155-181.
- Morvan, Y. (1991). « Fondements d'Economie Industrielle ». 2ème éd, Collection Gestion, Economica, Paris.
- Mottis, N. et Ponsard, J.P. (2002). « L'influence des investisseurs institutionnels sur le pilotage des entreprises ». *Revue française de gestion*(5): 225-248.
- Mtanos, R. et Paquerot M. (1999). « Structure de propriété et sous-performance des firmes: une étude empirique sur le marché au comptant, le règlement mensuel et le second marché ». *Finance contrôle stratégie* 2(4): 157-179.

- Murphy, K. et Jensen, M. C. (1998). « Performance pay and top management incentives ». *Journal of Political Economy*, Vol. 98, No. 2, pp. 225-264.
- Myers, S. C. (1977). « Determinants of corporate borrowing ». *Journal of financial economics* 5(2): 147-175.
- Myers, S. C. et Majluf, N. S. (1984). « Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have ». *Journal of financial economics* 13(2): 187-221.
- Nekka, H. (2002). « La gestion des carrières: Esquisse d'un cadre global pour guider l'action ». *La Revue des Sciences de Gestion, Direction et Gestion*(198): 29-41.
- Nelson, R. L. (1959). « Introduction and summary ». *Merger Movements in American Industry, 1895-1956*, UMI: 1-7.
- Nooteboom, B. (2004). « Innovation, learning and cluster dynamics ». Tilburg University - Center and Faculty of Economics and Business Administration.
- North, D. C. (1994). « Economic performance through time ». *The American Economic Review* 84(3): 359-368.
- Ocasio, W. et Kim H. (1999). « The circulation of corporate control: Selection of functional backgrounds of new CEOs in large US manufacturing firms, 1981–1992 ». *Administrative Science Quarterly* 44(3): 532-562.
- Omri, A. (2002). « Rôle des Investisseurs Institutionnels et Performances des Entreprises Tunisiennes ». Conférence Tanger-Maroc.
- Oler, D., Olson, B. et Skousen, J. (2007). « Governance, CEO Power, and Acquisitions ». *Working Paper*.
- Olivero, B. et A. Jarboui (2006). « Influence des actionnaires institutionnels et dominants sur le comportement des dirigeants en matière de choix d'investissement: Une étude dans le contexte français de 1994 à 1998 ». 27ÈME CONGRES DE L'AFC.

- Orléan, A. (1999). « Le pouvoir de la finance ». Ed. Odile Jacob.
- Palmer, D. et Barber, B. M. (2001). « Challengers, elites, and owning families: A social class theory of corporate acquisitions in the 1960s ». *Administrative Science Quarterly* 46(1): 87-120.
- Paquerot, M. (1997). « Stratégies d'enracinement des dirigeants, performance de la firme et structures de contrôle ». *Le Gouvernement des Entreprises: Corporate Governance, Théories et Faits, Recherche en Gestion*, Paris, Ed. Economica: 105-138.
- Patell, J. M. (1976). « Corporate forecasts of earnings per share and stock price behavior: Empirical test ». *Journal of Accounting Research*: 246-276.
- Paturel, R. (1997). « Pratique du management stratégique ». Presses universitaires de Grenoble.
- Penrose, E. T. (1952). « Biological analogies in the theory of the firm ». *The American Economic Review*: 804-819.
- Perret, V. et Girod-Séville, M. (2002). « Les critères de validités en Sciences des organisations: les apports du pragmatisme ». *Questions de Méthodes en Sciences de Gestion*: 319-338.
- Pichard-Stamford, J.-P. (2000). « Légitimité et enracinement du dirigeant par le réseau des administrateurs ». *Revue finance contrôle stratégie* 3(4): 143-178.
- Pigé, B. (1996). « La probabilité de rotation des PDG: une mesure du pouvoir de révocation du conseil d'administration ». *Revue d'économie politique* 106(5): 889-912.
- Pigé, B. (1998). « Performance, audit et gouvernement d'entreprise ». *Actes du XIX e Congrès annuel de l'Association française de comptabilité*: 228-241.

- Plihon, D. (1999). « Les investisseurs institutionnels, nouveaux acteurs de la finance internationale ». CAHIERS FRANCAIS-PARIS-: 33-40.
- Plihon, D. et Ponssard, J.-P. (2002). « La montée en puissance des fonds d'investissement: quels enjeux pour les entreprises? ». Documentation française.
- Plihon, D., Zarlowski, P. et Ponssard, J.-P. (2001). « Quel scénario pour le gouvernement d'entreprise? Une hypothèse de double convergence ». Revue d'économie financière(63): 35-51.
- Ponssard, J. (2001). « La montée des fonds d'investissement étrangers : Une nouvelle donne pour le gouvernement d'entreprise ». SESSI, Ministère de l'économie, des finances et de l'industrie.
- Porter, M. E. (1992). « Capital disadvantage: America's failing capital investment system ». Harvard business review 70(5): 65-82.
- Porter, M. E. (1998). « Competitive advantage: Creating and sustaining superior performance ». Free press.
- Poulain-Rehm, T. (2005). « L'impact de l'affectation du free cash flow sur la création de valeur actionnariale : le cas de la politique d'endettement et de dividendes des entreprises françaises cotées ». Finance Contrôle Stratégie – Volume 8, n° 4, décembre, 2005, p. 205 – 238.
- Pound, J. (1988). « Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight ». Journal of financial economics 20: 237-265.
- Prahalad, C. K. (1998). « Managing discontinuities: The emerging challenges ». Research Technology Management 41(3): 14-22.
- Prime, N. (2001). « Cultures et mondialisation: l'unité dans la diversité ». L'Expansion Management Review 102: 52-66.

- Robinson, D. T. (2009). « Size, ownership and the market for corporate control ». *Journal of Corporate Finance* 15(1): 80-84.
- Roll, R. (1977). « An analytic valuation formula for unprotected American call options on stocks with known dividends ». *Journal of financial economics* 5(2): 251-258.
- Roll, R. (1986). « The hubris hypothesis of corporate takeovers ». *Journal of business* : 197-216.
- Roussel, J. et Guillard, A. (2005). « Evaluation et développement du capital humain: un enjeu clé pour l'audit social ». *Les fondements de l'audit social-23ème congrès de l'Université d'été 2005 de l'Institut international de l'Audit Social (IAS)*.
- Roussel, P., Durrieu, F. C., et El Akremi, A. (2002). « Méthodes d'équations structurelles: recherche et applications en gestion ». Ed. Economica, 274 pages.
- Rouveyran, J. C. (1999). « Le guide de la Thèse, du projet à la soutenance ». Éditions maisonneuves & Larose.
- Roy, A. (1989). « Optimal Offer Strategies in Mergers and Acquisitions ». *Decision Sciences* 20(3): 591-601.
- Royer, I. et Zarlowski, P. (2007). « Le design de la recherche ». *Méthodes de recherche en management*.
- Rumelt, R. P. (1997). « Towards a strategic theory of the firm ». *Resources, firms, and strategies: A reader in the resource-based perspective*: 131-145.
- Rumelt, R. P. (2006). « Diversification strategy and profitability ». *Strategic Management Journal* 3(4): 359-369.
- Russ, J. (1994). « La pensée éthique contemporaine ». Presses universitaires de France.

- Sahut, J. M. et Gharbi, H. O. (2010). « Activisme des investisseurs institutionnels: cadre général et facteurs d'influence ». *La Revue des Sciences de Gestion*(3): 25-33.
- Sainsaulieu, R. (1988). « Stratégies d'entreprise et communautés sociales de production ». *Revue économique*: 155-174.
- Salancik, G. R. et Pfeffer, J. (1978). « A social information processing approach to job attitudes and task design ». *Administrative Science Quarterly*: 224-253.
- Saumier, A. (2005). « Initiation pratique à la méthodologie des sciences humaines ». <http://ww2.collegeem.qc.ca/prof/asaumier/msh/ndc/ndch05/NDC7HTML/NDC7cHTML/ndc7c>.
- Schultz, T. W. (1961). « Investment in human capital ». *The American Economic Review*: 1-17.
- Schwert, G. W. (2002). « Hostility in takeovers: in the eyes of the beholder? ». *The journal of finance* 55(6): 2599-2640.
- Sheffrin, A. (2001). « Critical actions necessary for effective market monitoring ». Draft Comments Dept of Market Analysis, California ISO, FERC RTO Workshop.
- Shen, W. et Cannella, A. A. (2002). « Revisiting the Performance Consequences of CEO Succession: The Impacts of Successor Type, Post-succession Senior Executive Team Turnover, and Departing CEO Tenure ». *Academy of Management Journal*, 45 (4), 717–733.
- Sherman, H., Beldona, S. et Joshi, M. (1998). « Institutional investor heterogeneity: implications for strategic decisions ». *Corporate Governance: An International Review* 6(3): 166-173.
- Shleifer, A. et Vishny, R. W. (1986). « Large shareholders and corporate control ». *The Journal of Political Economy*: 461-488.

- Shleifer, A. et Vishny, R. W. (1989). « Management entrenchment: The case of manager-specific investments ». *Journal of financial economics* 25(1): 123-139.
- Shleifer, A. et Vishny, R. W. (2003). « Stock market driven acquisitions ». *Journal of financial economics* 70(3): 295-311.
- Shleifer, A. et Vishny, R. W. (2012). « A survey of corporate governance ». *The journal of finance* 52(2): 737-783.
- Short, H., Keasey, K., Wright, M. et Hull, A. (1999). « Corporate governance: From accountability to enterprise ». *Accounting and Business Research* 29(4): 337-352.
- Simon, H. et March, J. (1964). « Les organizations ». Dunod, Paris.
- Smith, C. et Jensen, M. C. (2000). « Stockholder, manager, and creditor interests: applications of agency theory ».
- Smith, E. D. (1976). « The effect of the separation of ownership from control on accounting policy decisions ». *The Accounting Review* 51(4): 707-723.
- Thiéart, R.-A. (2001). « Management et complexité: concepts et théories ».
- Travlos, N. G. (2012). « Corporate takeover bids, methods of payment, and bidding firms' stock returns ». *The journal of finance* 42(4): 943-963.
- Useem, M., Bowman, E. H., Mayatt, J. et Irvine, C. W. (1993). « US institutional investors look at corporate governance in the 1990s ». *European Management Journal* 11(2): 175-189.
- Vacher, B. (1997). « La gestion de l'information en entreprises: enquête sur l'oubli, l'étourderie, la ruse et le bricolage organisés ». ADBS.

- Vannesson, P. et Auberton, B. (1990). « Barrières et stratégie des entreprises ». CNRS Eds. plus.
- Wacheux, F. (1996). « Méthodes qualitatives de recherches en gestion ». Ed. Economica.
- Wahal, S. (1996). « Pension fund activism and firm performance ». *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31(01): 1-23.
- Wahal, S. et McConnell, J. J. (2000). « Do institutional investors exacerbate managerial myopia? » *Journal of Corporate Finance* 6(3): 307-329.
- Walters, B., Kroll, M. et Wright, P. (2007). « CEO Tenure, Boards of Directors, and Acquisition Performance ». *Journal of Business Research*, 331–338.
- Westphal, J. D. et Zajac, E. J. (1995). « Who shall govern? CEO/board power, demographic similarity, and new director selection ». *Administrative Science Quarterly*: 60-83.
- Wiersema, M. F. et Bantel, K. A. (1992). « Top management team demography and corporate strategic change ». *Academy of management journal* 35(1): 91-121.
- Williamson, O. E. (1983). « Organization form, residual claimants, and corporate control ». *Journal of Law and Economics* 26(2): 351-366.
- Williamson, O. E. (1987). « Transaction cost economics: The comparative contracting perspective ». *Journal of economic behavior & organization* 8(4): 617-625.
- Wirtz, P. (2002). « Politique de financement et gouvernement d'entreprise ». Ed. Economica.
- Wirtz, P. (2006). « Compétences, conflits et création de valeur: vers une approche intégrée de la gouvernance ». *Revue finance contrôle stratégie* 9(2): 187-201.

- Wirtz, P. et Laurent, B. (2010). « Valeurs du dirigeant, conception de la propriété et modèle de gouvernance: une illustration à travers le cas du groupe Auchan ». CIG 9ème conférence internationale de gouvernance.
- Yermack, D. (1996). « Higher market valuation of companies with a small board of directors ». *Journal of financial economics* 40(2): 185-211.
- Zald, M. N. (1969). « The power and functions of boards of directors: A theoretical synthesis ». *American journal of sociology*: 97-111.
- Zoukous, E.-A. (2006). « La Complementarite Des Approches Theoriques De La Gouvernance: Application Au Secteur Associatif ». 27^{ème} Congrès de L'AFC.

ANNEXES

Annexe 1 : Liste des entreprises acquéreuses et les dates d'acquisition

Entreprises	Date d'acquisition
AIR FRANCE-KLM	01/10/2003
AIR LIQUIDE SA	20/01/2004
ALSTOM SA	25/06/2007
ALSTOM SA	25/11/2009
ANF	24/07/2007
AREVA - CI	26/02/2003
ATOS ORIGIN SA	05/06/2002
ATOS ORIGIN SA	22/09/2003
BIOMÉRIEUX SA	19/05/2011
BOIZEL CHANOINE CHAMPAGNE	23/12/2005
BOUYGUES SA	23/06/2002
BOUYGUES SA	23/12/2005
CARREFOUR SA	21/12/2005
CARREFOUR SA	23/04/2007
CARREFOUR SA	12/12/2011
CASINO GUICHARD PERRACHON	07/03/2002
CASINO GUICHARD PERRACHON	04/05/2005
CEGEDIM SA	02/03/2007
COMPAGNIE DE SAINT-GOBAIN SA	24/01/2002
COMPAGNIE DE SAINT-GOBAIN SA	05/03/2004
COMPAGNIE DE SAINT-GOBAIN SA	17/07/2007
COMPAGNIE DE SAINT-GOBAIN SA	25/07/2011
DANONE	20/08/2007
DASSAULT AVIATION SA	18/06/2004
DASSAULT SYSTEMES SA	17/05/2005
DASSAULT SYSTEMES SA	09/06/2010
ELECTRICITÉ DE FRANCE SA	08/04/2011
EURAZEO SA	08/03/2004
EUROSIC SA	07/03/2007
FONCIERE DES MURS SA	06/03/2006
FONCIERE DES REGIONS SA	01/06/2006
FRANCE TELECOM SA	06/06/2002
FRANCE TELECOM SA	13/04/2005
GECINA SA	22/04/2009
GROUPE STERIA SCA	30/07/2007

ICADE SA	23/12/2009
ILIAD SA	26/08/2008
IMERYS SA	23/02/2011
INGENICO	14/11/2011
IPSOS SA	27/07/2011
KLEPIERRE SA	13/05/2004
LAFARGE SA	10/12/2007
LAGARDERE S.C.A.	23/10/2002
L'OREAL SA	17/03/2006
L'ORÉAL SA	30/04/2008
MAUREL ET PROM	10/06/2005
NEXANS SA	15/11/2007
PARIS ORLEANS SA	17/07/2007
PLASTIC OMNIUM SA	28/07/2010
PUBLICIS GROUPE	07/03/2002
SANOFI-AVENTIS	14/10/2004
SCHNEIDER ELECTRIC SA	12/06/2003
SCHNEIDER ELECTRIC SA	01/08/2007
SCHNEIDER ELECTRIC SA	20/01/2010
SCOR SA	05/07/2006
SODEXO	17/09/2007
TOUR EIFFEL SA	25/11/2005
VALEO SA	10/01/2005
VALLOUREC SA	23/01/2005
VALLOUREC SA	30/10/2007
VALLOUREC SA	21/04/2010
VEOLIA ENVIRONNEMENT	27/04/2007
VINCI SA	13/03/2006
VINCI SA	31/08/2009
VIVENDI SA	03/04/2011
ZODIAC AEROSPACE	05/04/2005

Annexe 2 : Les variables de performance des entreprises acquéreuses

Entreprises	RAC	Qtobin	ROE	ROA
AIR FRANCE-KLM	-0,063096	0,1449908	3,01	2,14
AIR LIQUIDE SA	-0,053873	1,0163896	14,47	6,97
ALSTOM SA	0,0535859	0,7294258	20,1	2,84
ALSTOM SA	-0,076174	0,7854644	18,25	18,87
ANF	0,0434377	0,2706479	9,46	1,54
AREVA - CI	-0,041515	0,3552033	9,56	3,64
ATOS ORIGIN SA	-0,046958	0,9755319	-31,55	-4,73
ATOS ORIGIN SA	0,027769	0,3935406	129,42	36,11
BIOMÉRIEUX SA	-0,049465	0,3757227	13,29	3,81
BOIZEL CHANOINE CHAMPAGNE	0,0825271	0,5739987	17,97	4,08
BOUYGUES SA	0,0235372	0,6169711	17,13	4,03
BOUYGUES SA	-0,018057	0,725291	21,56	5,46
CARREFOUR SA	0,0610827	0,4792336	16,63	4,11
CARREFOUR SA	-0,031893	0,3098651	6,07	2,68
CARREFOUR SA	0,0072405	0,5985892	21,21	8,5
CASINO GUICHARD PERRACHON	0,0031436	0,4961148	9,19	4,3
CASINO GUICHARD PERRACHON	-0,023556	0,4891498	9,37	4,51
CEGEDIM SA	0,0141613	0,5911639	9,93	4,69
COMPAGNIE DE SAINT-GOBAIN SA	-0,001122	1,0700587	25,22	9,01
COMPAGNIE DE SAINT-GOBAIN SA	0,0269001	0,702861	14,65	4,98
COMPAGNIE DE SAINT-GOBAIN SA	0,0212111	4,1955461	17,63	13,26
COMPAGNIE DE SAINT-GOBAIN SA	-0,073803	0,6694159	0,53	0,37
DANONE	-0,028591	0,3789033	-2,47	0,4
DASSAULT AVIATION SA	0,1453363	0,3486413	17,93	11,22
DASSAULT SYSTEMES SA	-0,086099	0,3954032	24,17	9,59
DASSAULT SYSTEMES SA	-0,085349	0,1773454	208,38	-14,86
ELECTRICITÉ DE FRANCE SA	0,0181396	0,5556619	22,96	8,54
EURAZEO SA	-0,11171	0,3945746	9,51	4,51
EUROSIC SA	0,0451524	0,5234803	5,34	6,14
FONCIERE DES MURS SA	0,150377	0,7617347	17,36	8,15
FONCIERE DES REGIONS SA	0,0892393	0,2872186	-7,9	-0,9
FRANCE TELECOM SA	-0,058473	1,8878139	14,1	9,09
FRANCE TELECOM SA	0,0743508	1,3591841	21,86	15,31
GECINA SA	-0,14726	0,4791576	10,98	5,12
GROUPE STERIA SCA	0,0698961	1,1368367	9,28	6,27

ICADE SA	0,1475359	0,3436805	14,61	2,09
ILIAD SA	-0,024309	1,0572025	-10,33	-8,31
IMERYS SA	0,0343448	0,8448186	5,72	3,82
INGENICO	0,0257589	0,9807923	15,54	9,1
IPSOS SA	0,0348311	0,1503205	13,58	2,16
KLEPIERRE SA	-0,011901	0,8812312	15,24	4,88
LAFARGE SA	-0,082475	0,4980575	5,17	4,1
LAGARDERE S.C.A.	0,028768	0,3017182	8,27	2,58
L'OREAL SA	0,2502096	1,3572975	34	15,59
L'ORÉAL SA	-0,062651	1,9873029	36,42	21,52
MAUREL ET PROM	0,0461359	0,6359961	12,19	2
NEXANS SA	0,0730601	0,4682531	14,33	4,78
PARIS ORLEANS SA	0,0343739	0,9282643	11,99	5,1
PLASTIC OMNIUM SA	-0,066567	0,2185153	9,85	1,9
PUBLICIS GROUPE	-0,11369	0,4022411	5,61	1,99
SANOFI-AVENTIS	0,0393192	1,0241894	9,06	5,46
SCHNEIDER ELECTRIC SA	0,1240674	0,4372873	-14,41	-5,47
SCHNEIDER ELECTRIC SA	-0,080632	1,0073961	11,63	7,15
SCHNEIDER ELECTRIC SA	0,0296385	0,4698399	13,79	5,5
SCOR SA	0,0581641	0,3928629	16,27	4,13
SODEXO	0,0381927	1,6658219	4,55	9,28
TOUR EIFFEL SA	0,0406092	0,5503387	29,12	10,37
VALEO SA	0,0749301	1,7064745	16,79	7,85
VALLOUREC SA	0,0435874	0,7985286	9,79	5,77
VALLOUREC SA	-0,03	0,3770442	26,47	7,04
VALLOUREC SA	-0,045056	0,7538638	12,94	6,99
VEOLIA ENVIRONNEMENT	0,0298306	0,5894678	38,88	5,37
VINCI SA	0,024086	0,8399681	14,44	10,2
VINCI SA	-0,011231	0,4197973	7,21	3,75
VIVENDI SA	-0,081476	1,2379019	8,99	6,48
ZODIAC AEROSPACE	0,033486	2,2278873	12,32	8,62

Annexe 3 : La participation des investisseurs institutionnels dans les entreprises acquéreuses

Entreprises	HEDMUT	PENSION	BAAS
AIR FRANCE-KLM	0	0	0
AIR LIQUIDE SA	11,76	2,22	12,94
ALSTOM SA	19,61	0	0
ALSTOM SA	1,71	0,14	0
ANF	9,14	0,43	18,49
AREVA - CI	9,39	3,32	16,69
ATOS ORIGIN SA	9,39	3,32	16,69
ATOS ORIGIN SA	0	0	0
BIOMÉRIEUX SA	22,84	2,64	11,51
BOIZEL CHANOINE CHAMPAGNE	0	0	0
BOUYGUES SA	4,97	0	0
BOUYGUES SA	3,54	0	0
CARREFOUR SA	2,73	3,1	8,77
CARREFOUR SA	10	0	0
CARREFOUR SA	5,23	0	0,01
CASINO GUICHARD PERRACHON	0	0	0
CASINO GUICHARD PERRACHON	0	2	5,9
CEGEDIM SA	29,86	0	3,7
COMPAGNIE DE SAINT-GOBAIN SA	16,35	3,95	20,39
COMPAGNIE DE SAINT-GOBAIN SA	0	50,22	0
COMPAGNIE DE SAINT-GOBAIN SA	50,22	0	0
COMPAGNIE DE SAINT-GOBAIN SA	1,67	25,95	13,42
DANONE	0	0	91,63
DASSAULT AVIATION SA	23,63	0,58	67,89
DASSAULT SYSTEMES SA	15,17	19	53,09
DASSAULT SYSTEMES SA	0,1	0	0,31
ELECTRICITÉ DE FRANCE SA	0	0	0
EURAZEO SA	16,34	0	0
EUROSIC SA	13	6	53,52
FONCIERE DES MURS SA	8,06	0	0,16
FONCIERE DES REGIONS SA	0	0	0
FRANCE TELECOM SA	2,53	0,17	0
FRANCE TELECOM SA	1	26,4	8,56
GECINA SA	40,06	0	8,55
GROUPE STERIA SCA	11,4	16,67	19,89

ICADE SA	36,08	1,14	6,61
ILIAD SA	2	0	0
IMERYS SA	14,4	6,2	21,75
INGENICO	19,21	0	0
IPSOS SA	8	5,89	22,78
KLEPIERRE SA	14,51	0	0
LAFARGE SA	50	16,16	4,42
LAGARDERE S.C.A.	0	2	18,29
L'OREAL SA	0	0	0
L'ORÉAL SA	0	0	0
MAUREL ET PROM	31,75	0	0
NEXANS SA	0	0,54	12,68
PARIS ORLEANS SA	0	0	5,97
PLASTIC OMNIUM SA	0	0	0
PUBLICIS GROUPE	3,73	9,42	5,74
SANOFI-AVENTIS	1,67	10,12	2,51
SCHNEIDER ELECTRIC SA	9,81	0	8,23
SCHNEIDER ELECTRIC SA	6,58	9,21	10,05
SCHNEIDER ELECTRIC SA	3,74	5,36	8,11
SCOR SA	6,71	11,44	18,37
SODEXO	9,51	4,17	10,15
TOUR EIFFEL SA	55,48	0	0
VALEO SA	1,82	4,97	1,31
VALLOUREC SA	1,14	26,22	2,13
VALLOUREC SA	0	0	6,18
VALLOUREC SA	4,86	6,94	57,06
VEOLIA ENVIRONNEMENT	6,27	3,18	5,62
VINCI SA	5,1	0	2,31
VINCI SA	8,74	9,2	3,2
VIVENDI SA	6,94	0	4,76
ZODIAC AEROSPACE	49,65	0	0,7

Annexe 4 : Les variables de mesure du pouvoir managérial des dirigeants des entreprises acquéreuses

Entreprises	Pstr	Ppro	Pexp	XENA	CONSEIL
AIR FRANCE-KLM	1	0	14	1	7
AIR LIQUIDE SA	0	0	12	1	9
ALSTOM SA	1	0	22	1	3
ALSTOM SA	0	1	11	0	9
ANF	0	0	9	0	6
AREVA - CI	0	1	32	0	3
ATOS ORIGIN SA	0	1	33	0	3
ATOS ORIGIN SA	1	1	29	0	7
BIOMÉRIEUX SA	1	1	17	0	7
BOIZEL CHANOINE CHAMPAGNE	1	1	20	0	7
BOUYGUES SA	0	0	3	0	1
BOUYGUES SA	0	0	5	0	1
CARREFOUR SA	0	0	20	0	8
CARREFOUR SA	1	0	25	1	9
CARREFOUR SA	1	1	28	0	9
CASINO GUICHARD PERRACHON	1	0	28	1	9
CASINO GUICHARD PERRACHON	1	0	30	1	9
CEGEDIM SA	0	0	33	1	9
COMPAGNIE DE SAINT-GOBAIN SA	1	0	13	1	11
COMPAGNIE DE SAINT-GOBAIN SA	1	0	19	0	11
COMPAGNIE DE SAINT-GOBAIN SA	0	0	11	0	11
COMPAGNIE DE SAINT-GOBAIN SA	0	0	7	0	9
DANONE	0	0	12	0	1
DASSAULT AVIATION SA	0	0	4	0	6
DASSAULT SYSTEMES SA	0	0	6	0	10
DASSAULT SYSTEMES SA	1	0	5	0	2
ELECTRICITÉ DE FRANCE SA	1	0	10	1	4
EURAZEO SA	1	1	10	0	7
EUROSIC SA	0	0	7	0	6
FONCIERE DES MURS SA	1	0	13	0	2
FONCIERE DES REGIONS SA	1	1	1	0	11
FRANCE TELECOM SA	1	0	28	0	5
FRANCE TELECOM SA	0	0	12	0	5
GECINA SA	1	0	17	1	7
GROUPE STERIA SCA	0	0	3	0	6

ICADE SA	0	0	26	0	27
ILIAD SA	0	0	8	0	1
IMERYS SA	1	0	5	0	7
INGENICO	0	0	2	0	2
IPSOS SA	1	0	9	0	16
KLEPIERRE SA	0	0	8	0	2
LAFARGE SA	1	0	3	1	3
LAGARDERE S.C.A.	1	0	5	0	23
L'OREAL SA	0	0	4	1	13
L'ORÉAL SA	0	0	6	1	13
MAUREL ET PROM	1	0	6	0	18
NEXANS SA	0	0	10	1	4
PARIS ORLEANS SA	0	0	19	1	3
PLASTIC OMNIUM SA	1	0	23	1	18
PUBLICIS GROUPE	1	0	12	0	2
SANOFI-AVENTIS	1	0	14	1	3
SCHNEIDER ELECTRIC SA	1	0	20	0	1
SCHNEIDER ELECTRIC SA	0	0	16	1	3
SCHNEIDER ELECTRIC SA	1	0	23	1	6
SCOR SA	0	0	17	1	4
SODEXO	0	0	18	0	2
TOUR EIFFEL SA	1	0	16	1	3
VALEO SA	0	0	10	0	2
VALLOUREC SA	1	1	36	0	17
VALLOUREC SA	1	1	38	1	24
VALLOUREC SA	1	0	12	1	1
VEOLIA ENVIRONNEMENT	1	0	20	0	8
VINCI SA	1	0	18	1	3
VINCI SA	1	0	23	1	15
VIVENDI SA	0	0	18	1	6
ZODIAC AEROSPACE	0	0	16	0	11

Annexe 5 : Les variables de contrôle

Entreprises	Taille	DIV	END	FCF
AIR FRANCE-KLM	9,4327637	0,07	4473,93	-340,45
AIR LIQUIDE SA	9,5767181	0,71	6218,72	338,58
ALSTOM SA	9,8234698	0,27	3744,58	923,83
ALSTOM SA	7,280711	1,07	312,32	-576,51
ANF	10,173171	0,08	1009,07	701,3
AREVA - CI	7,9578074	0	904,63	200,95
ATOS ORIGIN SA	7,8128637	0	996,71	216,95
ATOS ORIGIN SA	5,3743984	0,3	545,27	11,2
BIOMÉRIEUX SA	10,082345	0,38	5358,94	-25,18
BOIZEL CHANOINE CHAMPAGNE	10,095058	1,06	6597,38	1131,22
BOUYGUES SA	10,719317	1,18	12412,71	79,03
BOUYGUES SA	10,839346	1,58	16846,58	176,9
CARREFOUR SA	9,6348039	1,89	6952,25	19,62
CARREFOUR SA	9,9042373	2,45	9175,94	330,28
CARREFOUR SA	7,1071142	0,96	1035,63	107,29
CASINO GUICHARD PERRACHON	10,313874	1,19	9205,8	1109,14
CASINO GUICHARD PERRACHON	10,338091	1,74	11830,42	1072,4
CEGEDIM SA	10,616682	3	16406,52	1258,78
COMPAGNIE DE SAINT-GOBAIN SA	9,6479499	0,13	5916,14	800,64
COMPAGNIE DE SAINT-GOBAIN SA	8,7646422	7,7	227,64	455,2
COMPAGNIE DE SAINT-GOBAIN SA	7,175964	0,5	0	95,78
COMPAGNIE DE SAINT-GOBAIN SA	8,3428231	0,76	1361,16	-253,87
DANONE	7,3274323	1,75	613,9	-787,63
DASSAULT AVIATION SA	8,0887337	1,29	1822,63	-27,32
DASSAULT SYSTEMES SA	9,2763706	18,72	7773,03	-3991,14
DASSAULT SYSTEMES SA	11,539412	0	74379,86	3673,71
ELECTRICITÉ DE FRANCE SA	11,496084	1,18	61136,4	8859,82
EURAZEO SA	7,4823835	0,61	881,84	120,57
EUROSIC SA	8,6510735	0,33	3932,66	-106,21
FONCIERE DES MURS SA	10,243418	4,22	14562,94	308,48
FONCIERE DES REGIONS SA	9,8075327	0,86	4763,66	96,33
FRANCE TELECOM SA	10,100419	1,56	5420,1	1670,04
FRANCE TELECOM SA	7,209429	0,39	555,43	154,96
GECINA SA	8,4298909	2,92	1304,1	495,62
GROUPE STERIA SCA	6,5517515	0,05	37,44	-156

ICADE SA	9,2847983	0,25	3404,04	491,09
ILIAD SA	11,2146	1,63	21782,43	3499,92
IMERYS SA	9,5346099	1,35	3344,19	874,11
INGENICO	10,02482	4,82	8928,12	1486,41
IPSOS SA	9,7575944	10,55	1565,21	612,58
KLEPIERRE SA	9,0549723	1,57	2703,27	511,21
LAFARGE SA	6,6324628	3,77	356,09	-48,5
LAGARDERE S.C.A.	8,9853201	1,3	2361,52	300,79
L'OREAL SA	8,1716503	0,13	878,37	313,13
L'ORÉAL SA	8,4962514	2,56	978,54	178,3
MAUREL ET PROM	10,710829	1,77	26626,46	-217,98
NEXANS SA	10,783401	0,87	28170,68	3114,78
PARIS ORLEANS SA	7,891428	0,8	1733,74	95,06
PLASTIC OMNIUM SA	10,455549	70,5	53687	-4752
PUBLICIS GROUPE	9,3815909	73,14	11180	-919
SANOFI-AVENTIS	7,2626426	9,31	457,25	61,21
SCHNEIDER ELECTRIC SA	8,4413548	24,84	4922,32	-269,07
SCHNEIDER ELECTRIC SA	10,307155	11,34	6015	1691
SCHNEIDER ELECTRIC SA	9,9561374	64,57	15710	1365
SCOR SA	9,8898966	51,13	20495,8	1372,5
SODEXO	10,500389	43,59	4777,2	1002
TOUR EIFFEL SA	8,0894487	30,03	2866,9	-344,2
VALEO SA	8,1225404	16,82	1217,77	58,72
VALLOUREC SA	6,8999146	23,87	747,3	68,62
VALLOUREC SA	6,7471522	12,76	857,09	218,77
VALLOUREC SA	7,8906873	32,13	1463,1	132
VEOLIA ENVIRONNEMENT	9,3249343	20,38	1355	1239
VINCI SA	7,6861164	24,46	173,9	71,4
VINCI SA	9,65566	46,96	10888	-246
VIVENDI SA	9,1298643	17,56	1033,28	-504,79
ZODIAC AEROSPACE	8,8301219	24,71	320,11	316,57

TABLE DE MATIÈRES

REMERCIEMENTS.....	5
RÉSUMÉ DE LA THÈSE	8
SOMMAIRE	9
INTRODUCTION GÉNÉRALE	11
1. Actualité	13
2. Originalité.....	15
3. Intérêts de la recherche	18
3.1. Intérêt théorique.....	19
3.2. Intérêt pratique.....	23
4. Objet de la recherche	26
5. Objectifs et problématique de la recherche	27
6. Positionnement épistémologique et démarche méthodologique	31
7. Plan de la thèse	34
PREMIERE PARTIE - Analyse théorique de l'influence institutionnelle et du pouvoir managérial sur la performance des fusions acquisitions.....	36
CHAPITRE 1 - Influence des investisseurs institutionnels sur la performance des opérations de fusions acquisitions	39
Section 1. Les investisseurs institutionnels : un nouvel acteur puissant sur le marché financier.....	41
§1. La montée des investisseurs institutionnels.....	41
1.1. Présentation et classification des investisseurs institutionnels.....	41
1.1.1. Les fonds de pension	43
1.1.2. Les fonds de couverture (<i>hedge funds</i>).....	44

1.1.3. Les organismes de placement collectif (OPC)	45
1.1.4. Les banques	46
1.1.5. Les compagnies d'assurances	46
1.2. Objectifs des investisseurs institutionnels.....	48
1.3. Modes de gestion des investisseurs institutionnels	50
§2. Influence des investisseurs institutionnels.....	51
2.1. Origines de l'activisme actionnarial.....	52
2.2. Présentation de l'activisme institutionnel	53
2.3. Typologie de l'activisme institutionnel.....	55
2.3.1. Le ciblage par proxy	56
2.3.2. Le ciblage pour performance	56
2.4. Effet de l'activisme institutionnel	57
§3. Rôle des investisseurs institutionnels dans la gouvernance d'entreprise.....	58
3.1. Les sources des conflits actionnaires/dirigeants	59
3.1.1. La divergence d'intérêt.....	59
3.1.2. L'horizon décisionnel	59
3.1.3. Les prélèvements effectués.....	60
3.1.4. La position charnière des dirigeants	60
3.2. Les mécanismes de contrôle.....	60
3.2.1. Les mécanismes de contrôle externes.....	61
3.2.2. Les mécanismes de contrôle internes	61
3.3. La contribution institutionnelle au sein de la gouvernance.....	63
3.3.1. Intervention extrajudiciaire	63
3.3.2. Intervention judiciaire	64
3.3.3. Le droit des valeurs mobilières.....	65

Section 2. Les fusions Acquisitions : performance et comportement institutionnel	67
.....	67
§1. Les décisions de croissance externe.....	68
1.1. Type des acquisitions	69
1.1.1. Acquisition totale.....	69
1.1.2. Acquisition Partielle	70
1.2. Politique de croissance externe	70
1.2.1. Acquisition verticale.....	70
1.2.2. Acquisition horizontale	71
1.2.3. Acquisition concentrique.....	71
1.2.4. Acquisition conglomérale.....	72
1.3. Les motivations de la croissance externe	73
1.3.1. Recherche de Synergies.....	73
1.3.2. Opportunisme et bien-être managérial	74
1.3.3. Rôle disciplinaire.....	74
§2. Performance des décisions de fusions acquisitions	76
2.1. Performance à court et long terme	76
2.2. Déterminants de la performance des fusions acquisitions	77
2.2.1. Mode d'acquisition et type de paiement.....	77
2.2.2. Attitude amicale ou hostile.....	79
2.2.3. Secteur d'activité	79
§3. Comportement institutionnel face à la croissance externe.....	80
3.1. Le marché des fusions acquisitions français	80
3.1.1. Les vagues de fusions acquisitions.....	81
3.1.2. La logique des fusions acquisitions.....	82
3.2. Financiarisation et investisseurs institutionnels internationaux.....	83

3.2.1. Les investisseurs institutionnels internationaux : une nouvelle donnée du capitalisme en France	83
3.2.2. Comportement des investisseurs institutionnels.....	83
CHAPITRE 2 - Influence du pouvoir managérial sur la performance des fusions acquisitions	88
Section 1. Le rôle du dirigeant au sein de la gouvernance d'entreprise	90
§1. La relation d'agence conflictuelle.....	90
1.1. Les conflits entre actionnaires et dirigeants	91
1.1.1. Les sources de conflits entre actionnaires et dirigeants.....	91
1.1.2. Les conséquences de conflits.....	92
1.2. Les conflits entre actionnaires et créanciers.....	92
1.2.1. Le risque de substitution d'actifs.....	93
1.2.2. Le problème de sous-investissement	93
§2. Mécanismes disciplinaires de la gouvernance d'entreprise	94
2.1. Les mécanismes internes.....	94
2.1.1. Le conseil d'administration	94
2.1.2. L'activisme des actionnaires	96
2.1.3. La surveillance mutuelle entre dirigeants.....	97
2.2. Les mécanismes externes	98
2.2.1. Le marché de fusions acquisitions.....	98
2.2.2. Le marché des dirigeants	101
2.2.3. Le marché des biens et services.....	102
§3. La nouvelle fondation de la gouvernance d'entreprise	102
3.1. L'approche cognitive des entreprises.....	103
3.1.1. Stratégies personnelles des dirigeants	103
3.1.2. Espace discrétionnaire optimal des dirigeants.....	104
3.1.3. L'évolution des systèmes de gouvernance	105

3.1.4. L'approche cognitive de la firme	106
3.2. La théorie d'enracinement des dirigeants	107
3.2.1. Les stratégies d'enracinement.....	107
3.2.2. Les stratégies d'enracinement et leurs caractères.....	112
3.2.3. Les effets de l'enracinement.....	113
3.3. Défaillance et performance du système de gouvernance	115
3.3.1. La notion de performance.....	115
3.3.2. Les dimensions de l'évaluation de la performance	117
3.3.3. Adéquation du système de gouvernance d'entreprise	118
Section 2. Le pouvoir du dirigeant face aux décisions de croissance externe.....	121
§1. Profil du dirigeant déterminant de son comportement organisationnel.....	121
1.1. Profil du dirigeant et ses relations dans l'entreprise	122
1.1.1. La communication du dirigeant.....	122
1.1.2. Le pouvoir du dirigeant	123
1.2. Profil du dirigeant et son traitement de l'information.....	124
1.2.1. L'obtention de l'information	124
1.2.2. La régie de l'information.....	125
1.3. Profil du dirigeant et sa prise de décision	126
1.3.1. La priorité décisionnelle	126
1.3.2. La rationalité limitée.....	126
§2. La physionomie des dirigeants	127
2.1. La formation des élites.....	127
2.1.1. L'Ecole Polytechnique	128
2.1.2. L'Ecole Nationale d'Administration : ENA.....	128
2.2. Comportement organisationnel du dirigeant.....	129
2.2.1. Expérience professionnelle du dirigeant	129

2.2.2. Compétences du dirigeant	131
2.2.3. Potentiel du dirigeant.....	131
§3. Le dirigeant et son influence sur les décisions de croissance externe	132
3.1. Le dirigeant et sa performance au sein de l'entreprise.....	132
3.2. Adéquation du dirigeant avec la performance de l'entreprise	134
3.2.1. Approche économiste du capital humain	134
3.2.2. Approche gestionnaire du capital humain	135
3.3. La vision stratégique de la firme.....	136
3.3.1. Influence du dirigeant sur le choix stratégique de l'entreprise.....	136
3.3.2. Influence managériale sur la croissance externe de l'entreprise	137
DEUXIEME PARTIE - Analyse empirique de l'influence institutionnelle et du pouvoir managérial sur la performance des fusions acquisitions.....	139
CHAPITRE 3 - Démarche méthodologique et mise en œuvre de la recherche empirique	141
Section 1. Formulation des hypothèses et du cadre méthodologique.....	143
§1. Hypothèses du comportement institutionnel.....	143
1.1. Horizon de placement	144
1.2. Niveau de participation	146
1.3. Nature de la relation des investisseurs institutionnels avec l'entreprise .	148
§2. Hypothèses du pouvoir managérial.....	149
2.1. Pouvoir structurel	150
2.2. Pouvoir de propriété.....	150
2.3. Pouvoir d'expertise	151
2.4. Pouvoir de prestige.....	152
§3. Cadre méthodologique d'investigation.....	155
3.1. Positionnement épistémologique	155
3.2. Sélection de l'échantillon et collecte des données	156

3.2.1. Sélection de l'échantillon	156
3.2.2. Choix du contexte français	157
3.2.3. Collecte des données	157
3.3. Choix des variables et présentation du modèle de l'étude	158
3.3.1. Variables à expliquer	158
3.3.2. Variables explicatives.....	160
3.3.3. Variables de contrôle.....	163
Section 2. Présentation du modèle de la recherche	166
§1. Etude d'évènement	166
1.1. Les paramètres des études d'évènements.....	170
1.2. Estimation de la norme.....	170
1.3. Calcul des Rendements anormaux moyens et moyens cumulés	172
1.4. Tests de significativité (les tests bi-variés)	174
§2. La régression linéaire.....	175
§3. Les méthodes des équations structurelles : choix méthodologique de l'analyse explicative.....	177
3.1. Les avantages méthodologiques de l'analyse factorielle confirmatoire .	178
3.2. La résolution de la modélisation structurelle	179
3.2.1. Construction du modèle théorique.....	180
3.2.2. Traçage du modèle	181
3.2.3. Estimation du modèle	183
3.2.4. Identification du modèle.....	184
3.2.5. Interprétation des résultats.....	184
CHAPITRE 4 - Présentation et discussion des résultats.....	188
Section 1 : Vérification de l'influence du comportement institutionnel et du pouvoir managérial sur les opérations de fusions acquisitions.....	190
§1. Influence institutionnelle sur les opérations de fusions acquisitions.....	190

1.1. Méthodologie, échantillon et données de l'étude.....	191
1.1.1. Analyse descriptive de l'échantillon	191
1.1.2. Test de normalité	194
1.1.3. Test de colinéarité.....	196
1.2.4. Régression multi-variée.....	197
§2 Pouvoir managérial face aux opérations de fusions acquisitions	203
2.1. Test de significativité	204
2.2. Analyse descriptive de l'échantillon	208
2.3. Test de colinéarité	210
2.4. Analyse multi-variée	212
Section 2 : Résultats de l'analyse factorielle confirmatoire	218
§1 Spécification du modèle de mesure	219
1.1. Mesure de l'influence institutionnelle sur la performance des acquisitions	221
1.2. Mesure du pouvoir managérial sur la performance des acquisitions	223
§2 Présentation du modèle global et évaluation des résultats.....	225
2.1. Présentation du modèle global	225
2.2. Evaluation des résultats.....	228
CONCLUSION GÉNÉRALE.....	232
BIBLIOGRAPHIE.....	241
ANNEXES.....	267
TABLE DE MATIÈRES	278