

# **CONGRES DU RESEAU DES IAE**

**BRUNO FABRE**

**Université Montpellier – CR2M**

**10/11/12 septembre - Lille**

**Laboratoire de Recherche *CR2M***

**<http://www.cr2m.net>**

**Université de Montpellier 2, Bât. 19 Case courrier 28  
Place Eugène Bataillon 34 095 Montpellier Cedex 5**

**Tel. (+33/0) 467 144 649  
Fax (+33/0) 467 144 220**

**INVESTISSEMENTS STRATEGIQUES ET LOGIQUES MANAGERIALES :**  
**UNE REVUE DE LA LITTERATURE**

**STRATEGIC INVESTMENT AND MANAGERIAL LOGIC : A SURVEY**

BRUNO FABRE

Université Montpellier – CR2M

**Résumé:** De nombreuses études empiriques témoignent de l'incapacité de la théorie financière à rendre compte de décisions d'investissements prises par les dirigeants. L'objet de ce papier consiste à éclairer le processus de choix d'investissement stratégique à la lumière des biais comportementaux des dirigeants. Dans un premier temps, des biais comportementaux d'origine interne à l'organisation sont avancés liés à l'irrationalité des dirigeants dans un contexte d'efficacité des marchés. Ces biais relèvent de stratégies des dirigeants profitant de l'asymétrie d'information et de l'inobservabilité de leurs actions. Dans un deuxième temps, des biais d'origine externe sont mis en évidence liés aux stratégies des dirigeants dans l'allocation des ressources et de la gestion des connaissances au sein des organisations profitant de l'inefficacité des marchés.

**Mots clés :** dirigeants, biais comportementaux, investissements  
**Codes JEL :** G300 ; G310 ; G320

**Summary:** Numerous empirical studies testify to the incapacity of financial theory to account for the decisions made by managers as regards investments. The aim of this paper is to shed light on the process that takes place when choosing a strategic investment by analysing managers' behavioural bias. Firstly, behavioural bias that stem from within the organisation itself put forward as they are linked to managers' irrationality in a context of market efficiency. These bias participate in strategies devised by some managers who take advantage of asymmetrical information and the impossibility that their actions might be observed. Secondly, bias that stem from the outside are highlighted as they are linked to the managers' strategies in allocating resources and in managing knowledge within the organisation that profit from market inefficiency.

**Key words :** managers, behaviour bias, investments  
**JEL codes :** G300 ; G310 ; G320

**INVESTISSEMENTS STRATEGIQUES<sup>1</sup> ET LOGIQUES MANAGERIALES :**  
**UNE REVUE DE LA LITTERATURE**

**Introduction :**

Les critères d'investissements sont particulièrement bien adaptés à l'étude des projets d'investissement opérationnels voire tactiques car ils relèvent d'une logique substantive<sup>2</sup>. En revanche, "il est peu raisonnable de vouloir les appliquer aux investissements stratégiques" (Koenig, 2001, p. 244). Certes, la théorie des options permet d'enrichir le critère de la VAN en proposant une évaluation de cette dimension stratégique mais des études réalisées auprès des dirigeants démontrent assez clairement que ces derniers ont tendance à sur évaluer ces options en comparaison des valeurs théoriques données par le modèle (Howell et Jäggle, 1997). Au vu de ces résultats, il devient alors légitime de s'interroger sur le réalisme du modèle ou la rationalité des acteurs.

C'est ce second point que nous nous proposons d'étudier. En effet, il semble pertinent de questionner la rationalité des dirigeants dès lors qu'ils semblent utiliser ces critères dans des contextes de décisions incertains éloignés du cadre originel de la théorie financière. De nombreuses enquêtes portant sur l'utilisation de ces critères par les dirigeants démontrent ainsi qu'ils sont tantôt mal utilisés, tantôt combinés à leur intuition ou pire inutilisés. Ainsi, sans prétendre à l'exhaustivité, dans une étude comparative<sup>3</sup> menée aux Etats-Unis de 1975 à 1986 puis en 1992, Pike (1996) note la plus grande utilisation du pay-back parallèlement aux techniques actuarielles. Selon cet auteur, si l'effet taille de l'entreprise explique l'utilisation des méthodes actuarielles, en revanche aucun lien n'est établi avec le pay-back. Sur un échantillon de 1000 entreprises américaines, Poterba et Summers (1995) montrent que si les dirigeants recourent au M.E.D.A.F pour évaluer le coût de leurs fonds propres, ils utilisent des taux de rejet beaucoup plus élevés, ne sélectionnant ainsi que les projets les plus rentables à court terme et qui valorisent leur capital humain. En outre, les dirigeants interrogés estiment disposer d'un horizon d'investissement systématiquement plus court que ceux de leurs homologues européens et surtout asiatiques. Cette conclusion rejoint celle de Lucier et *al.* (2003) selon laquelle le turnover des dirigeants américains, généralement plus élevé que celui de leurs homologues européens, est à l'origine de leur préférence pour des projets de durée de vie plus courte. De même, sur un échantillon de 392 PDG américains, Graham et Harvey (2001) constatent que si les plus grandes entreprises utilisent de plus en plus les techniques de l'actualisation pour évaluer les nouveaux projets, elles ont recours dans le même temps au taux d'actualisation de l'entreprise pour des projets présentant pourtant des caractéristiques foncièrement différentes de celles de l'entreprise. Selon Rappaport (1998, p. 51), "une vision différenciée du risque devrait inciter les entreprises à estimer un taux de rendement minimal pour chacune de leurs unités et acquisitions envisagées. En effet, le calcul d'un taux de rendement minimal unique nuit aux décisions d'investissement car il gonfle les risques des unités à faible risque et atténue ceux des unités à haut risque". En pratique, un coût moyen pondéré du capital spécifique aux projets semblerait donc toujours préférable eu égard non seulement à la structure de financement du projet mais aussi aux rentabilités espérées de chacun d'entre eux. En France, observant la fonction de calculs économiques des

---

<sup>1</sup> On les qualifie de stratégiques car il n'existe pas de corrélation répétée et stable entre les effets requis pour atteindre l'objectif et les moyens à mobiliser du fait du contexte caractérisé par l'incertitude (non probabilisable) et non simplement l'aléa (Koenig, 2001, p. 233).

<sup>2</sup> Nous reprenons la définition détaillée par Romelaer et Lambert (2001, p. 179) selon lesquels 3 conditions doivent être réunies : les conséquences de la décision sont connues, les préférences des décideurs sont connues et stables et les solutions optimales sont calculables sans délai et sans coût.

<sup>3</sup> Pour une synthèse des études et enquêtes réalisées, on pourra se référer à l'article de De Bodt et Bouquin (2001).

investissements chez Péchiney sur plus de 100 ans, Pezet (1998) démontre que les indicateurs utilisés remplissent plusieurs fonctions souvent ambiguës et évolutives de recherche de légitimité, d'instrument de communication ou de rationalisation et pas toujours de décision.

Au travers de ces études empiriques, il apparaît que la théorie financière adopte un cadre normatif dans le but de maximiser la fonction d'utilité des acteurs qui traduit mal la réalité. Elle ignore donc le rôle central du décideur dans la détection de ces opportunités au profit de celui des actionnaires supposés être les seuls acteurs à supporter le risque en dernier ressort. Sans doute, négliger le rôle actif dévolu aux dirigeants explique-t-il au moins partiellement cet éloignement des pratiques de la théorie. Rappelons les principales caractéristiques de cette théorie. Premièrement, la direction générale, incarnée par le dirigeant est supposée disposer *ex ante* d'un portefeuille de projets et d'options entre lesquels elle choisit grâce à sa connaissance des flux probabilisés ignorant la question, pourtant centrale, de l'émergence puis de la détection des opportunités d'investissement. La problématique se résume alors à l'évaluation des projets et des choix à réaliser (Ansoff, 1965) dans le cadre de théories, comme celle de l'agence, centrées sur le contrôle de l'investissement et la répartition de la rente générée. Deuxièmement, les investissements étudiés en théorie financière relèvent d'une dimension opérationnelle voire tactique et non stratégique en raison de l'incapacité des critères à évaluer les *cash flows* futurs dans un contexte d'incertitude. Troisièmement, le choix des investissements est appréhendé dans l'intérêt exclusif de l'actionnaire alors qu'il est sans doute préférable de s'intéresser au comportement des dirigeants qui contrôlent l'accès aux ressources et donc la performance de l'entreprise (Rajan et Zingales, 1998). D'ailleurs, en stratégie, il existe une vaste littérature qui accorde un rôle au important au dirigeant dans le succès d'une entreprise tantôt de façon centrale tantôt de façon plus secondaire<sup>4</sup> (Welch, 2001). Ainsi, la formation, l'expérience et les valeurs des dirigeants sont mises en avant pour expliquer les choix des dirigeants (Hambrick et Mason, 1984). Certes, le courant de la finance de marché comportementale accorde déjà une place centrale aux individus et non plus seulement aux outils. Empruntant au champ de la psychologie des notions telles que "les biais d'ancrage", "d'erreur rétrospective", "excès de confiance", elle reste néanmoins par définition largement orientée vers l'investisseur opérant sur le marché (Baker et al., 2004) omettant toutes stratégies d'acteurs en relation avec l'organisation au sein de laquelle opère le dirigeant d'entreprise. Quant à la finance d'entreprise fortement influencée par la finance de marché, elle n'étudie les biais comportementaux des dirigeants que sous l'angle de l'optimisme ou l'excès de confiance des dirigeants et sous l'hypothèse classique de l'efficience de marché et de recherche de maximisation de la richesse des actionnaires de sorte que la problématique devient celle de l'analyse traditionnelle du sur ou sous investissement en référence à une hypothétique situation optimale d'investissement. Ainsi, dans le cadre des décisions de financement, elle enrichit la *pecking order theory* (Heaton, 2002 ; Graham et Harvey, 2001) en nuancant le rôle de l'asymétrie d'information entre les dirigeants et les investisseurs au profit de l'optimisme des dirigeants qui, estimant les titres sous évalués, sont donc peu enclins à solliciter le marché. Dans le cadre des décisions d'investissements, la compétition interne entre dirigeants permet aux plus confiants de s'imposer (Goel et Thakor, 2000) et en définitive de sur-investir. *A contrario*, Heaton (2002) et Hackbarth (2004) éclairent le sous-investissement des dirigeants par leur excès de confiance lié à la surestimation de la valeur de leur entreprise : ils préféreront renoncer à des investissements rentables s'ils doivent être financés par recours au marché. Cela dit, ces études ne nous permettent pas de mieux

---

<sup>4</sup> Nous faisons donc l'hypothèse, dans la suite de cet article, que les dirigeants ont une influence réelle sur les choix stratégiques de l'entreprise dans la mesure où ils sont capables de concevoir des stratégies autonomes. Cela n'exclut pas, comme le soulignent les travaux d'Hannan et Freeman (1984), que ces stratégies sont aussi parfois induites par l'histoire de l'entreprise et donc le fruit d'une certaine inertie liée aux succès qu'a connus l'entreprise, par exemple. Le rôle du dirigeant consiste alors à maintenir un équilibre fragile entre ces stratégies induites qui exploitent les connaissances acquises et les stratégies autonomes qui en génèrent de nouvelles.

appréhender les décisions prises par les dirigeants car, premièrement, le cadre d'analyse reste fondamentalement celui de la théorie financière standard lié à l'efficacité des marchés et à la recherche de maximisation de l'utilité des acteurs ; deuxièmement, les décisions prises par les dirigeants sont parfois inobservables et leurs résultats très souvent indirects de sorte qu'on ne peut mesurer le sous ou sur-investissement ; troisièmement, les décisions d'investissement ne sont étudiées que sous l'angle de la répartition de la rente générée puis de la résolution, elle aussi classique, des conflits dirigeants-actionnaires supposés avoir des intérêts divergents.

L'objet de cet article consiste donc à expliquer le processus de décision d'investissement stratégique en prenant en compte "les porteurs de rationalités" que sont les individus qui, dans l'entreprise ou hors de l'entreprise, interviennent dans le processus de conception, de choix et de mise en œuvre de l'investissement" (Romelaer et Lambert, 2001, p. 216). Car, comme le soutient Charreaux (2001, p.10) en introduction de l'ouvrage collectif consacré aux différentes "images de l'investissement", la création de valeur ne peut s'appréhender sans analyser le processus de décision d'investissement. Or, précisent Desreumaux et Romaeler (2001, p.88), "de façon assez étonnante la plupart des investissements sur lesquels les recherches ont recueilli des données n'ont pas pour origine la direction générale. L'idée vient toujours de niveaux hiérarchiques plus modestes de l'organisation ayant à résoudre les problèmes d'accès à la direction générale, de soutien, [...]. L'idée d'acteur unique est hors de propos dès que l'on s'intéresse aux grandes organisations complexes [...] Il faudrait parler de logiques managériales puisqu'au delà de la forme structurelle c'est l'ensemble des systèmes d'incitation, des pratiques de gestion de ressources humaines, des mécanismes d'intégration et de coordination voire de croyances partagées qu'il faut prendre en considération [...]". Aussi, avancent Baldwin et Clark (1992), l'investissement émane-t-il de différents échelons hiérarchiques de l'organisation : un investissement par exemple de capacité, correspond en fait à plusieurs finalités possibles, à la fois opérationnelle en vue de diminuer les coûts, stratégique en vue de dissuader un concurrent d'entrer sur un marché, tactique en vue d'accroître la flexibilité de l'entreprise en termes de *mix* de produits et correspond donc à un investissement dans les "capacités organisationnelles" (Barney, 1991) de l'entreprise. On comprend dès lors que les critères utilisés et les décisions des responsables ne sont pas toujours compréhensibles pour l'observateur. Des déterminants à cette décision sont avancés à la lumière des apports de champs théoriques extérieurs à la finance d'entreprise comme la théorie des organisations, la psychologie cognitive ou encore la stratégie. Il s'agit donc d'insister sur la diversité et la complexité des facteurs à l'origine de la décision d'investissements liés aux diverses configurations des organisations et aux multiples objectifs des individus.

Dans une première partie, on suppose que les marchés sont efficaces au sens informationnel du terme et qu'il n'existe donc aucune possibilité d'arbitrage, en d'autres termes, de rentes issues des choix d'investissement. Dans ce cas, cela nous permet de centrer notre analyse sur le comportement observé des dirigeants ainsi que le résultat de leurs décisions. On s'intéresse donc à la rationalité *ex ante* des décideurs de l'investissement en mettant en évidence les biais de comportements d'origine interne à l'organisation couramment avancés par la littérature, comme l'optimisme ou l'excès de confiance<sup>5</sup>, dus à l'asymétrie d'information, aux conflits d'agence ou encore à la spécificité des actifs. Dans un deuxième temps, nous inversons le cadre d'analyse en supposant que les marchés ne sont plus efficaces et que les dirigeants, supposés rationnels, mettent en œuvre des stratégies de recherche d'efficacité allocative des ressources et des connaissances pour tirer profit de l'inefficacité des marchés. Les biais comportementaux des dirigeants, tels l'excès de confiance, trouvent alors leur origine à l'extérieur de l'organisation car ils relèvent de la situation liée à

---

<sup>5</sup> Les psychologues parlent de traits "dispositionnels".

l'environnement qui induit de tels comportements<sup>6</sup> et non pas tant de leurs traits de personnalité donnés *ex ante*. On privilégie dans ce cas non plus la rationalité du décideur mais la rationalité de la décision comme résultat *ex post* d'un processus : "il peut y avoir alors une rationalité de processus qui dépasse celle de chacun des acteurs" (Romelaer et Lambert, 2001, p. 200). Dès lors, ce qui pouvait apparaître comme irrationnel peut se justifier dans ce nouveau cadre d'analyse et rendre plus compréhensibles certaines décisions.

## **I – EFFICIENCE DES MARCHES<sup>7</sup> ET IRRATIONALITE DES DIRIGEANTS : LES BIAIS COMPORTEMENTAUX D'ORIGINE INTERNE A L'ORGANISATION**

Lorsque la théorie financière standard aborde l'étude du comportement déviant des dirigeants, elle le fait en le qualifiant de "court termiste" (Narayanan , 1985), victime de "myopie" (Stein, 1988) ou de mimétisme (Scharfstein et Stein, 1990) et ce, eu égard à son objectif de maximisation de la richesse des actionnaires et de l'utilité du dirigeant. Cette "irrationalité" au moins apparente des dirigeants n'est pas incompatible avec l'efficacité des marchés car cette dernière ne signifie pas que les acteurs qui y opèrent sont rationnels mais que seulement les comportements agrégés le sont, le marché effaçant grâce aux multiples transactions sur le marché les "poches" d'irrationalité individuelle. Pour admettre de tels comportements en situation d'efficacité des marchés, il faut admettre que le dirigeant n'est pas le personnage passif, ou presque, décrit par la théorie financière standard. Dès lors, les facteurs à l'origine de la décision d'investissement relèvent de multiples dimensions spécifiques au dirigeant : ses représentations mentales (1-1), son appartenance à un réseau à l'origine d'une recherche de réputation (1-2), ses traits psychologiques et son horizon d'investissement (1-3) et enfin son "encastrement" au sein d'une structure de propriété (1-4).

### 1-1 Un facteur collectif lié aux représentations des dirigeants

Le choix d'investissements stratégiques résulte parfois non d'une réalité objective, résultat de l'utilisation de critères bien définis, mais plutôt de la perception qu'ont les dirigeants de la rentabilité à venir de telle ou telle opportunité ainsi que de leur propre succès à la tête de leur entreprise. Pour reprendre les termes de Denzau et North (1993), les décisions prises en situation d'incertitude doivent être éclairées à la lumière des modèles mentaux des dirigeants, des idéologies qui en sont issues et des institutions sociales qui régissent les relations interpersonnelles (Charreaux, 1996). Il est, par exemple, couramment avancé que plus les dirigeants se sentent impliqués dans le projet et plus ils ont tendance à le soutenir de façon irrationnelle (Brockner, 1992). Combien de choix d'investissement ont-ils été justifiés par le mythe de la taille critique qu'il faudrait avoir pour se battre au niveau mondial ainsi que par la reconnaissance que le dirigeant souhaitait obtenir au sein de son réseau ? En réalité, il existe toujours dans un secteur donné des entreprises de petites tailles très performantes. Comme le souligne Godet (2001), "la bonne question est : comment être rentable à la taille où l'on se trouve ? Et la réponse à cette dernière question passe souvent par une décroissance provisoire : comme pour les arbres, une fois élagués, ils repoussent mieux!".

Pourtant, une littérature ancienne (Baumol, 1959 ; Marris, 1964 ; Donaldson, 1984) soutient que les dirigeants peuvent chercher à "bâtir un empire" parfois en allant jusqu'à choisir des projets non rentables pour en retirer des avantages personnels. Selon Jensen (1986, 1993), la maximisation par le dirigeant de sa rémunération et de ses avantages personnels peut l'inciter à utiliser les ressources disponibles de l'entreprise. D'où le recours nécessaire à

<sup>6</sup> Les psychologues parlent de caractéristiques "situationnelles".

<sup>7</sup> L'hypothèse d'efficacité des marchés signifie que la valeur actuelle nette des investissements futurs se reflète intégralement aujourd'hui dans les cours boursiers.

l'endettement pour le discipliner (Grossman et Hart, 1980). De même, Roll (1986) insiste sur l'orgueil ou *hubris* des dirigeants comme facteur explicatif des acquisitions d'entreprises<sup>8</sup> : dans la tentative de rapprochement Renault-Volvo, Bruner (1999) estime que la réaction très négative des actionnaires institutionnels de Volvo est due à l'entêtement des dirigeants de Renault, assimilé à leur *hubris*. Si la prime payée est d'autant plus élevée que la performance récente de l'acquéreur est élevée, elle l'est aussi de façon plus surprenante que le dirigeant estime en être à l'origine, que la presse loue les talents du dirigeants et que le dirigeant se croit indispensable (au vu, par exemple, du salaire versé par rapport au second) (Hayward, 1997). Augmenter la taille de l'entreprise n'est pas la seule stratégie choisie par certains dirigeants. Ces derniers peuvent opter pour une politique de diversification dans un double objectif de réduction du risque personnel encouru (Amihud et Lev, 1981) et d'enracinement en choisissant des investissements spécifiques i.e. n'ayant de valeur qu'en raison de leur capital humain par nature spécifique (en termes de compétences, de relations au sein du réseau des dirigeants, ...) (Schleifer et Vishny, 1989). Cela leur permet de bâtir une reconnaissance sociale au sein du réseau des dirigeants ainsi qu'une bonne réputation auprès des actionnaires soucieux de préserver leurs talents. La plupart des études confirment que l'entreprise acquéreur surpaye fréquemment la cible, ce qui se traduit par une réaction négative du marché. Lang et *al.* (1991) relie cet effet aux acquéreurs ayant un Q de Tobin faible et un niveau élevé de liquidités, ce qui corrobore l'hypothèse de "construction d'un empire" de Jensen. De même, Morck et *al.* (1990), dans le cadre d'une étude portant sur 326 opérations d'acquisitions entre 1975 et 1987 aux USA, expliquent les taux de rentabilité d'autant plus négatifs pour l'acquéreur à l'annonce de l'opération quand il s'agit d'une diversification sans synergie. Ils avancent deux explications : l'*hubris* et la volonté des dirigeants de diminuer la concurrence des jeunes cadres aspirant à les remplacer. Berger et Ofek (1995) estiment que la valorisation par le marché des entreprises diversifiées est significativement et durablement inférieure à celles des entreprises spécialisées. Berger et Ofek (1999) confirment ce résultat en montrant que la performance financière des entreprises diversifiées augmente à l'annonce d'un désinvestissement à l'origine d'un recentrage de l'activité.

## 1-2 Un facteur organisationnel lié à la réputation des dirigeants

L'idée selon laquelle les dirigeants choisissent les investissements en fonction de l'impact sur leur réputation sur le marché du travail n'est pas nouvelle (Fama, 1980). Ainsi, Bower (1970) avance que les responsables de filiales dans les grandes entreprises décident d'investir en fonction de leur passé professionnel reconnu. Ils le feront d'autant plus qu'un système de décision décentralisé permettra de les identifier comme les auteurs de ces décisions.

### 1-2-1 Les raisons de la préoccupation des dirigeants pour leur réputation

En filigrane, émerge la problématique bien connue du degré souhaitable de centralisation / décentralisation des décisions. Selon Boot et *al.* (2005), l'évaluation puis la décision d'investissements est indissociable du jugement de ceux à qui on a délégué l'évaluation du projet. Ainsi, dans les organisations décentralisées, lorsque le responsable de filiale est assuré d'une longue carrière au sein de l'entreprise, il est d'autant moins enclin à vouloir flatter<sup>9</sup> les dirigeants en confirmant leur opinion sur le projet. *A contrario*, plus les décideurs opérationnels sont soucieux de soigner leur réputation et plus leur opinion est

<sup>8</sup> Mais le cadre d'analyse de Roll (1986) se situe strictement dans le cadre de la rationalité du comportement des marchés de la théorie financière standard.

<sup>9</sup> Les auteurs parlent de *sunflower management* littéralement "les dirigeants tournesols", girouettes.

fonction de leur image auprès du dirigeant : ils auront alors tendance à aller dans le sens du dirigeant. Mieux vaudra alors centraliser les décisions d'investissement stratégiques. La prise en compte du processus de décision rejoint donc la position de Milgrom et Roberts (1991, p. 271) pour lesquels centraliser les décisions permet de mieux coordonner les activités mais au prix d'un moindre potentiel de prise d'initiative et *a contrario*, décentraliser les décisions entraîne des stratégies personnelles des décideurs mais procure un système d'incitations fort à investir ainsi qu'un potentiel d'innovation important. Si, comme dans l'étude de Boot et *al.* (2005), un système d'incitation fort est combiné à une décision centralisée, les dysfonctionnements observés dans le comportement des responsables opérationnels sont logiques puisque les résultats obtenus par l'organisation ne leur sont pas attribués. Le problème réside dans le fait que contrairement à ce qu'avancent les partisans de la nouvelle économie institutionnelle (notamment Williamson, 1975), les formes organisationnelles (centralisation / décentralisation<sup>10</sup>) évoluent même si aucun changement de stratégie n'intervient. Les entreprises oscilleraient de la centralisation vers la décentralisation et réciproquement (Mintzberg, 1979, p. 294) dans le but de profiter simultanément du potentiel d'investissement issu de la décentralisation et d'une meilleure coordination issue du système centralisé : lorsque l'entreprise passe d'un système centralisé à un système décentralisé de façon formelle, elle profiterait de l'inertie de l'organisation en tirant partie du réseau de communication informel très dense lié au système centralisé antérieur (Nickerson et Zenger, 2002). Puis, avec le temps, le système décentralisé rendra moins utile le recours aux réseaux de communications internes à l'entreprise nécessitant le retour à la centralisation formelle des décisions afin de profiter durant un temps à la fois d'une plus grande coordination sur un plan formel et d'une plus grande capacité d'innovation sur un plan informel issue de la configuration précédente.

Au cours d'une étude portant sur 70 décisions d'investissements auprès de 40 entreprises grecques, Papadakis *et al.* (1998) relie la centralisation et la formalisation du processus de décision au caractère familier de l'investissement et à l'environnement dynamique ; *a contrario*, la décentralisation concerne des décisions nouvelles et un environnement hostile confirmant l'hypothèse selon laquelle l'investissement découle de cette décentralisation.

En somme, la performance de l'entreprise résulterait d'un compromis entre la capacité d'adaptation liée à l'absence de formalisation de pratiques non routinières et une capitalisation des connaissances liée à la formalisation de pratiques routinières (Adler et Borys, 1996).

### 1-2-2 Les conséquences attendues de la réputation sur la politique d'investissements

De façon schématique, la littérature distingue deux effets de la réputation sur les choix d'investissements : le court-termisme des décisions et l'imitation des prédécesseurs.

Les dirigeants peuvent préférer les projets à court terme susceptibles d'améliorer la performance rapidement et ainsi augmenter leur capital humain (Narayanan, 1985). Le corollaire consiste pour le dirigeant à privilégier des indicateurs comptables ou financiers tels que le délai de récupération et à sous investir en renonçant aux projets de durée de vie longue ou aux investissements immatériels dont la rentabilité est difficilement observable (Hirshleifer, 1993). Stein (1989) propose ainsi un modèle de signalisation "brouillée" en

---

<sup>10</sup> La littérature distingue deux critères permettant de qualifier une organisation centralisée : le niveau hiérarchique de la décision (opérationnels / dirigeants) et la nature de la décision (opérationnelle / stratégique). En termes de performance, la plupart des auteurs s'accordent sur la configuration suivante : les décisions stratégiques centralisées assurant une cohérence et donc une meilleure performance (Kirkman et Rosen, 1999 ; Locke et Latham, 1990) et les décisions opérationnelles décentralisées offrant créativité, motivation, réactivité ou encore remontée des informations par les opérationnels évalués par les dirigeants (Adler et Borys, 1996 ; Jung et Avolio, 1999 ; Schminke et *al.*, 2000)

démontrant l'existence d'une myopie des dirigeants enclins à manipuler les indicateurs de performance comptable utilisés par les investisseurs afin d'influencer le cours de bourse à court terme. L'efficacité du marché corrige systématiquement cette surévaluation des résultats et le dirigeant sait qu'il ne peut tromper le marché à long terme. Cela dit, il devient prisonnier du marché car, même de bonne foi, il doit systématiquement biaiser les résultats obtenus. En revanche, si le marché n'anticipe pas la myopie du dirigeant, ce dernier trompera le marché en augmentant les résultats à court terme et ce, d'autant plus qu'il est désireux d'augmenter le cours de bourse à court terme.

Pour Bebchuk et Stole (1993), les conséquences du court termisme supposé des dirigeants n'est pas aussi clair : ils ne sous investissent dans des projets à long terme que si les cours boursiers n'intègrent pas l'impact de ces investissements en raison de l'inobservabilité des investissements à long terme par les actionnaires ; en revanche, si les actionnaires peuvent observer ce niveau de projets à long terme, les dirigeants risquent de sur investir afin d'informer le marché sur le niveau d'investissements futurs. Enfin, pour Goel et Thakor (2000), la promotion de cadres au statut de dirigeant les rendrait plus confiants et enclins à choisir des projets risqués puisque vainqueurs "du tournoi" organisé au sein de l'organisation.

Deuxièmement, la réputation des dirigeants peut les conduire à préférer imiter les décisions prises par leurs prédécesseurs performants, ignorant la rentabilité de l'investissement (Scharfstein et Stein, 1990). Ce mimétisme apparaît fonction de l'aversion au risque du décideur, de son âge et du degré d'incertitude liée à l'environnement. En effet, choisir un investissement aux caractéristiques atypiques (en termes de risque ou de rentabilité) révèle la compétence du dirigeant. Ces derniers étant averses au risque préféreront renoncer ou choisir un investissement déjà réalisé (Hirshleifer et Thakor, 1992) afin de maintenir un niveau constant de rémunération. De la même façon, les dirigeants peuvent être incités à ne pas désinvestir ou ne pas investir, en somme à préférer le *statu quo*, afin de ne pas être remis en cause dans leur "vie tranquille" (Bertrand et Mullainathan, 2003) et ce, d'autant plus en situation de forte incertitude. Par exemple, Di Maggio et Powell (1983) avancent qu'en situation de grande incertitude les dirigeants ont tendance à imiter d'autres dirigeants. Le dirigeant utilise alors des informations issues de son réseau de dirigeants en qui il a confiance (Granovetter, 1985). Ce comportement mimétique semble d'autant plus probable que le dirigeant est jeune et d'autant plus soucieux de bâtir sa réputation en prenant des décisions semblables à celles de ses prédécesseurs. La politique d'investissement est alors peu innovante mais risquée car liée à un savoir-faire particulier. Dans le cas particulier des analystes financiers, Hong et al. (2000)<sup>11</sup> confirment ces résultats : plus les analystes sont inexpérimentés et plus leur stratégie de placement reflète le consensus sur le marché. Sharfstein et Stein (1990) décrivent trois mécanismes susceptibles de contrecarrer cette tendance : mesurer leur performance à court terme les contraint à être toujours plus performants et donc à ne pas imiter les autres dirigeants ; prendre en compte leur performance absolue et non relative permet d'éviter la comparaison ; la compétence du dirigeant doit aussi s'appréhender par sa capacité à détecter des opportunités d'investissement, en somme à être créatifs ce qui empêcherait aussi la comparaison.

### 1-3 Des facteurs individuels liés à l'horizon d'investissement du dirigeant et à son excès de confiance et d'optimisme

#### 1-3-1 L'horizon d'investissement des dirigeants

Une littérature importante s'intéresse à l'ancienneté du dirigeant pour expliquer certaines de ses décisions. Ainsi, les dirigeants ne feraient pas preuve de myopie en début de

---

<sup>11</sup> Sur un échantillon de 8421 d'analystes américains de 1983 à 1996.

mandat mais au contraire investiraient leurs compétences au service de l'entreprise pour préserver leur réputation car le système d'incitation leur laisserait espérer la réalisation de plus-values importantes sur le long terme (Gibbons et Murphy, 1992) ainsi qu'une valorisation d'autant plus importante de leur candidature sur le marché en cas de départ. En revanche, si le système de rémunération des dirigeants ne tient pas compte de la proximité de leur départ à la retraite, seuls des investissements à forte rentabilité à court terme risquent d'être choisis au détriment d'investissements plus créateurs de richesse pour les actionnaires à long terme : par exemple, l'existence de stock options incite les dirigeants proches de la retraite à choisir des investissements valorisant les actions à court terme.

De même, les dirigeants âgés à l'ancienneté élevée chercheront à remplacer les indicateurs de performance boursiers par des indicateurs comptables (donc à court terme). Cet effet est d'autant plus important si la date de départ du dirigeant de l'entreprise coïncide avec celle de son départ à la retraite puisque la réputation au sein du réseau des dirigeants n'est plus une contrainte. Ainsi, pour Holmstrom et Ricart I Costa (1986), le fait que les dirigeants cherchent à valoriser leur capital humain qui dépend de la performance passée ne garantit pas qu'ils oeuvrent dans l'intérêt des actionnaires de l'entreprise. Bertrand et Schoar (2003) confirment ces résultats en établissant une relation positive reliant l'âge ou l'absence de diplôme des dirigeants avec la politique atone d'investissement et in fine la faible performance obtenue.

D'autres recherches tendent à montrer l'importance de la carrière des dirigeants dans les choix qu'ils opèrent. Chevalier-Ellison (1999) montre par exemple que dans le cas particulier des fonds de pension, les jeunes dirigeants ont tendance à être d'autant plus facilement remerciés que les choix de portefeuille diffèrent de ceux de leurs pairs. De même, la performance passée des dirigeants semble aussi influencer les décisions des dirigeants. Marsh *et al.* (1988, p.107) insistent sur l'importance des performances passées de l'initiateur de la proposition d'investissement. Prendergast et Stole (1996) soulignent aussi que les dirigeants intègrent la perception qu'a le marché de leur capacité à apprendre en fonction de leurs erreurs passées.

### 1-3-2 Les rôles de l'optimisme et de l'excès de confiance des dirigeants

La recherche en finance souligne depuis peu le rôle de l'optimisme ou excès de confiance<sup>12</sup> des dirigeants sur la politique d'investissement. Cette tendance trouve ses origines dans la recherche en psychologie qui démontre qu'un individu est d'autant plus optimiste qu'il est fortement investi et croit contrôler l'issue de la décision (Weinstein, 1980). Selon Malmendier et Tate (2005), les dirigeants sont particulièrement exposés car d'une part, ils sont investis dans le projet en raison de la détention de stock-options et de leur souci de préserver leur réputation sur le marché du travail et d'autre part, ils surestiment généralement le contrôle du projet car en s'investissant, ils modifient à leur profit "l'attribution de causalité" : l'issue favorable dépend d'eux mais l'issue défavorable est le fruit du hasard (Gervais et Odean, 2001). Aussi, les mécanismes de gouvernance traditionnellement mis en avant s'avèrent-ils ambigus dans leurs effets : en renforçant le sentiment d'implication des dirigeants, ces derniers sont incités à sur investir, victimes de leur optimisme ; dans le même temps, cette prise de risque peut être à l'origine d'innovations majeures.

---

<sup>12</sup> Baker *et al.* (2004) définissent l'excès de confiance comme la sous estimation de la variance et l'excès d'optimisme comme la sur estimation de la moyenne. La littérature psychologique, quant à elle, explique la surestimation par les dirigeants de la performance future par un excès de confiance dû à une évaluation erronée de leurs compétences ou à une surestimation d'événements exogènes (comme la croissance du marché) dû à un excès d'optimisme.

De même, Heaton (2002) souligne les risques de sur investissement liés à l'optimisme des dirigeants à la condition que l'entreprise dispose de liquidités suffisantes. En effet, comme les dirigeants optimistes ont tendance à surestimer la valeur de leur projet, ils sont réticents à augmenter leur capital estimant que le marché sous évalue systématiquement la valeur des titres. Il rejoint ainsi les conclusions des travaux de Myers et Majluf (1984) selon lesquelles en l'absence de ressources internes, des situations de sous-investissements apparaissent.

Récemment, Felton *et al.* (2003) ainsi que Gibson et Sanbonmatsu (2004) éclairent les choix d'investissements parfois risqués par l'optimisme des dirigeants enclins à rechercher l'information ainsi qu'à leur volonté de résoudre un problème donné sans se préoccuper de la réussite de projets antérieurs et similaires. Gervais *et al.* (2003) attribuent paradoxalement l'excès d'optimisme des dirigeants à l'unicité perçue de leur projet qui les conduit à réaliser des prévisions dans l'absolu et, victimes du "biais de confirmation" (Shefrin, 1999), à sur pondérer les éléments qui confirment leur projet au détriment de ceux qui l'infirmement. Or, selon le principe de remédiation avancé par Williamson (1993), les prévisions devraient être réalisées par rapport à des situations existantes qui inviteraient parfois à plus de réalisme.

De nombreuses études ont testé l'hypothèse d'excès de confiance des dirigeants. Ainsi, après avoir interrogé 2994 créateurs d'entreprise, Cooper *et al.* (1988) estiment que 81 % d'entre eux évaluent à 70% leur chance de succès et 33% d'entre eux pensent réussir à coup sûr lorsque dans le même temps les statistiques disponibles démontrent que 75% des nouvelles entreprises disparaissent. Ces résultats semblent démontrer que les dirigeants perçoivent comme unique leur projet, ce que confirme Kollinger *et al.* (2005) grâce à une étude réalisée dans 18 pays. Tout se passe comme si les dirigeants négligeaient la vision externe du risque liée aux statistiques disponibles pour ne s'intéresser qu'à une vision interne liée aux informations de l'investissement en question (Kahneman et Lovallo, 1993). Pour Bernardo et Welch (2001), la présence de dirigeants trop confiants joue un rôle positif au sein du groupe en transmettant des informations privées sur le secteur aux autres dirigeants enclins à les suivre. Sans eux, le groupe de dirigeants suivrait une tendance moyenne et "aveugle".

Sur un échantillon de 500 dirigeants de grandes entreprises américaines, Malmendier et Tate (2003) confirment les hypothèses de Heaton (2002). Pour constituer leur échantillon, ils qualifient d'excessivement confiants les dirigeants qui achètent les titres de leur propre entreprise et ceux qui refusent d'exercer de façon répétée les options pourtant manifestement "en dedans". Selon eux, les caractéristiques du dirigeant et en particulier son excès de confiance influence la politique d'investissement en refusant de recourir au financement externe jugé trop coûteux. Ainsi, ils investissent plus lorsqu'ils disposent d'un financement interne. Mais lorsque le recours au financement externe s'avère nécessaire, les dirigeants ont tendance à sur estimer la valeur de leur projet relativement aux autres projets présentés par d'autres dirigeants sur le marché (Malmendier et Tate, 2005).

#### 1-4 Des facteurs capitalistiques à l'origine des décisions d'investissements

Ces facteurs ont été largement étudiés comme facteur influençant la politique d'investissement via la part du capital détenue par les investisseurs internes/externes, la présence de blocs d'actionnaires ou encore l'existence de clauses anti-OPA.

##### 1-4-1 Le rôle de la structure de propriété dans la politique d'investissements des dirigeants

La part du capital détenue par les investisseurs extérieurs serait positivement corrélée à la diminution des coûts d'agence entre le dirigeant et les actionnaires (Jensen, 1976). Ainsi en présence d'investisseurs extérieurs, les dirigeants sont incités à privilégier des projets de durée

de vie longue comme ceux dans la R et D (Jensen, 1998 ; Jacobs, 1991) alors qu'à l'inverse, la présence prédominante d'investisseurs internes incite les dirigeants à s'enraciner.

En fait, la littérature financière établit que la présence d'actionnaires externes ou internes n'influence pas de façon linéaire la politique d'investissements et donc la valeur de la firme (Morck et *al.*, 1988 ; Gedajlovic et Shapiro, 1998). Cho (1988) démontre par exemple que le niveau des investissements augmente au fur et à mesure que la part des investisseurs internes s'accroît jusqu'à 7% puis décroît de 7 à 38% et n'est plus influencé au-delà de 38%. La présence de bloc d'actionnaires s'envisage aussi comme un moyen d'atténuer les conflits d'agence en contrôlant les dirigeants via le conseil d'administration (Monks et Minow, 1995). Le raisonnement a été initialement exposé au travers de la théorie du *free cash flow* de Jensen (1986) : plus la menace de reprise est élevée et plus les dirigeants sont incités à choisir les investissements les plus créateurs de richesse à long terme, tels les investissements en R et D, afin de faire taire les convoitises, d'aligner leurs intérêts avec ceux des actionnaires en place peu enclins à céder leurs titres (Grossman et Hart, 1980 ; Easterbook et Fischel, 1981 notamment).

#### 1-4-2 Le rôle des mesures anti-OPA sur la politique d'investissements

Dans le cadre de mesures anti-OPA prises dans certains Etats aux USA à la fin des années 80, Garvey et Hanka (1999) notent que ces entreprises ont tendance à réduire significativement leur endettement sans pour autant qu'une augmentation de leur taille en découle contredisant les prédictions théoriques précédentes. Car, selon Zwiebel (1996), les dirigeants utilisent l'endettement non en vue de réduire le *free cash flow* et gérer l'entreprise dans l'intérêt des actionnaires mais dans le but de se protéger contre les OPA hostiles et ainsi s'enraciner. De même, dans le cadre de l'adoption en 2002 du Sarbanes-Oxley Act, Masulis et *al.* (2005)<sup>13</sup> concluent sur un échantillon de 3333 sociétés sur la période 1990-2003 que l'annonce d'une acquisition par des firmes ayant adopté des mécanismes anti-OPA (entreprises "défensives") induit une réponse significativement plus négative du marché que pour les entreprises n'ayant pas adopté de telles clauses de défense. De même, les entreprises "défensives" se lancent beaucoup plus dans des politiques de diversification entraînant une réaction négative du marché (Moeller et *al.*, 2005) confirmant l'hypothèse que ce type d'opérations profite aux dirigeants libres de pouvoir s'enraciner sans sanction du marché et ce, au détriment des actionnaires (Morck et *al.*, 1990). Dans le cas français, Paquerot (1997) réalise une étude auprès de 179 dirigeants dans cadre de prises de contrôle entre 1<sup>er</sup> janvier 1991 et le 31 décembre 1993 : ces opérations confirment le cumul des mandats d'administrateurs des dirigeants et donc l'enracinement et intérêt personnel des dirigeants à ces opérations. Toujours dans le cadre de mesures anti-OPA aux USA, Bertrand et Mullainathan (2003) notent aussi une augmentation significative des salaires, une diminution sensible des fermetures et ouvertures d'entreprises. Ils concluent que les dirigeants adoptent "une vie tranquille" car ils reportent la prise de risque en n'innovant pas aujourd'hui. Mais la littérature n'est pas unanime sur ce point. Pour Shleifer et Vishny (1989), le rôle des OPA est aussi négatif car si l'on admet que les actionnaires ne peuvent observer ni le retour sur investissements ni avoir connaissance des projets alternatifs, le risque d'OPA incite les

---

<sup>13</sup> Le problème de la plupart des études d'événements américaines réside dans le fait qu'elles ne distinguent pas l'impact de mesures anti-OPA suite à une initiative de l'entreprise ou suite à une décision des pouvoirs publics de l'Etat où réside l'entreprise. Dans le premier cas, la réaction du marché peut aussi être due au signal d'enracinement lancé par les dirigeants et dans le second cas, la négociation réglementaire qui précède au niveau de l'Etat et l'interprétation juridique qui suit, rendent très délicate la détermination de la date de l'impact. Afin de contourner ces problèmes, les études d'événements sont réalisées à long terme. Or, cette démarche ne va pas sans rencontrer de nombreux biais : pour une synthèse, le lecteur pourra se référer à Lyon, Barber et Tsai (1999).

dirigeants à sur investir dans des projets dont la valeur dépend directement d'eux pour s'enraciner et se rendre indispensables aux yeux des actionnaires. Ils suggèrent alors d'augmenter le taux d'actualisation et de plafonner les capitaux à la disposition des divisions. Scherer (1988) estime que la crainte d'une OPA peut inciter les dirigeants, faiblement investis financièrement et rémunérés sur la base d'indicateurs comptables, à sur évaluer les profits actuels et à sous évaluer les futurs car une chute ponctuelle du résultat peut provoquer une chute du cours et susciter une OPA. Sur un plan empirique, Bronwyn (1993) conclue sur un échantillon de 600 acquisitions par des entreprises américaines que les entreprises cibles n'avaient pas un niveau de R et D plus faible que celui du secteur, démontrant ainsi que les dirigeants de ces entreprises n'avaient pas privilégié les investissements court-termistes. Au vu des résultats contradictoires de la littérature, un compromis doit être nécessairement trouvé entre une plus grande latitude discrétionnaire des dirigeants à l'origine d'investissements créateurs de valeur à long terme et l'encadrement de leur action par des mécanismes externes ou internes en vue d'empêcher le choix d'investissements (dont la rentabilité est peu observable) peu rentables (Charreaux, 1996).

Dans le cadre néoclassique de la maximisation de la richesse par les dirigeants opérant au sein de marchés efficients, on vient donc de voir certains comportements pouvant être qualifiés d'irrationnels. En revanche, si l'on prend en compte la possible inefficience des marchés et de l'évaluation des actifs qui en découle, il convient alors de s'interroger sur les stratégies d'investissement mises en œuvre par les dirigeants. Aussi, à la lumière de ces stratégies, "leur comportement peut aisément s'expliquer" et apparaître rationnels (Granovetter, 1985). L'investissement devient alors un "choix encasté"<sup>14</sup> dont la nature et l'issue dépendent autant "de la nature des relations personnelles et des réseaux de relations présents au sein de l'entreprise" que du résultat quantifié de critères, véritables "abrévés commodes" (Riveline, 1997).

---

<sup>14</sup> La littérature anglo-saxonne utilise le terme de "embeddedness".

## **PARTIE II – RATIONALITE DU PROCESSUS DE DECISION ET INEFFICIENCE DES MARCHES : LES BIAIS COMPORTEMENTAUX D'ORIGINE EXTERNE A L'ORGANISATION**

Dès lors que le marché n'est pas efficient, les dirigeants adoptent des stratégies apparemment "irrationnelles" qui tentent de tirer partie de cette inefficience. Contrairement au point précédent, on ne suppose plus l'asymétrie d'information entre les dirigeants et les actionnaires ou encore l'observabilité des décisions des dirigeants. Si la théorie financière privilégie la gestion du risque ex post en relation avec l'efficience des marchés, en stratégie, le risque est appréhendé au travers de la volonté des dirigeants de réaliser une performance supérieure à la moyenne du marché par une gestion ex ante du risque au travers des décisions prises. Dans ce cadre, les facteurs à l'origine de la décision d'investissement deviennent spécifiques à la situation du dirigeant et notamment fonction de sa performance passée, de sa volonté d'être le premier sur un marché ou encore de son excès de confiance (2-1). Cette spécificité des facteurs à l'origine de la décision d'investissement induit à son tour une perception du risque de la part des dirigeants et des actionnaires sensiblement différente de celle exposée par la théorie financière (2-2) en raison de "l'aversion aux pertes" pour les premiers et de la volonté des seconds, dont le portefeuille est parfois faiblement diversifié, de protéger la valeur des actifs spécifiques de l'entreprise.

### 2-1 Des facteurs d'investissements spécifiques à la situation du dirigeant

#### 2-1-1 Un critère causal : l'origine perçue par les dirigeants de la performance passée

Les causes perçues par le dirigeant de la performance passée semblent aussi jouer un rôle important dans les décisions d'investissements à venir (Onifade et *al.*, 1997, notamment). On distingue habituellement trois types d'attributs : de consistance dans le temps, de consensus et de distinction. Le premier traduit le lien entre un type d'actions entreprises par un individu et la performance obtenue, le second relève de la similitude entre la performance obtenue par deux individus et le dernier traduit la différence de performance dans des conditions très différentes. Ainsi, dans le cas où les deux derniers attributs sont élevés, la performance passée apparaît largement exogène alors qu'un niveau élevé de consistance associé à de faibles niveaux de consensus et de distinction traduirait une performance d'origine endogène. En outre, la performance passée obtenue n'est pas neutre sur le comportement du dirigeant car une performance passée positive incite tantôt le dirigeant à générer une performance rapidement si celle-ci lui paraît exogène tantôt à prouver ses compétences à plus long terme s'il estime la performance passée d'origine endogène. A contrario, si la performance passée est négative mais perçue comme endogène, le dirigeant peut engager des investissements à long terme pour démontrer sa compétence mise à mal ou engager des investissements à court terme s'il estime la performance d'origine exogène. En résumé, la politique d'investissement du dirigeant dépendrait de sa perception de la performance ainsi :

		<b>Cause perçue par le dirigeant de la performance passée</b>	
		<i>Exogène</i>	<i>endogène</i>
<b>Performance passée</b>	<i>Négative</i>	<i>Dirigeant passif</i>  <i>Investissement à CT</i> Objectif : restaurer rapidement sa réputation par des profits à CT aléatoires	<i>Dirigeant incompetent</i>  <i>Investissement à LT</i> Objectif : tout mettre en œuvre pour prouver sa compétence
	<i>Positive</i>	<i>Dirigeant "comédien"</i>  <i>Investissement à CT</i> Objectif : faire croire à son influence par l'utilisation d'indicateurs comptables	<i>Dirigeant pionnier</i>  <i>Investissement à LT</i> Objectif : prouver sa compétence par l'utilisation d'indicateurs financiers (VAN, TIR)

### 2-1-2 Un critère contextuel d'investissement lié à l'optimisme : la fenêtre de tir pour être le premier<sup>15</sup>.

Pour Hackbarth (2004), les biais liés à l'optimisme des dirigeants peuvent jouer un rôle dans l'ordre d'arrivée sur le marché en raison de deux effets opposés. Si les dirigeants optimistes ont tendance à s'endetter plutôt que de recourir aux fonds propres, ce qui génère des situations de sous investissements (Myers, 1977), d'un autre côté, cet optimisme incite les dirigeants à investir avant les autres dirigeants atténuant les conséquences du premier effet. Ce second effet relève de multiples facteurs complexes. Tout d'abord, l'importance des "sunk costs" supportés incite les dirigeants à chercher à les récupérer par une sorte de fuite en avant apparemment lié à leur optimisme : ce second effet l'emportera les biais liés au comportement des dirigeants jouent le rôle d'engagement à profiter des options réelles" (Hackbarth, 2004). Ce qui conduit à s'opposer aux conclusions de la théorie financière standard. En effet, comme le rappellent Brealey et Myers (2006), "Oubliez les "sunk costs". Ils sont comme le lait renversé. Ce sont des flux de trésorerie passés et irréversibles. Comme ils sont perdus, ils ne sont plus concernés par les décisions d'acceptation ou de rejet du projet". Ensuite, si la rentabilité attendue perçue par le dirigeant s'accroît en raison d'un excès de confiance, la valeur de l'option "attendre avant d'investir" diminue. Il en est de même si le risque perçu diminue en raison de l'optimisme du dirigeant. On rejoint l'une des conclusions de la théorie des options réelles selon laquelle les investissements irréversibles sont entrepris plus tôt si "attendre avant d'investir" devient plus coûteux (Dixit et Pindick, 1994).

Selon Bolton et Heath (2004), le concept d'avantage pionnier est le concept le plus cité en management stratégique car il renvoie aux schémas mentaux liés à la réussite même s'il est aussi certainement celui qui est le plus décrié (Skurnick et al., 2004) quant aux effets recherchés. Song et al. (1999) renchérissent en affirmant que la recherche de l'avantage pionnier relève de l'un des schémas mentaux des plus classiques chez les dirigeants. De ce fait, les décisions d'investissements résulteraient plus d'une surexposition médiatique des dirigeants à la nécessité d'être le premier (Hawkins et al., 2001) que d'un choix réfléchi guidé par la logique procédurale ou à tout le moins calculatoire dans l'intérêt des actionnaires.

En effet, la littérature marketing n'établit pas de lien clair entre l'ordre d'entrée et la performance financière à long terme car ses auteurs privilégient d'abord comme critère de performance la part de marché soit de façon directe (par exemple Green et al., 1995) soit de

<sup>15</sup> On doit les premiers travaux à Levitt (1965) et la revue de la littérature la plus exhaustive sur ce point à Lieberman et Montgomery (1988).

façon indirecte via d'autres variables comme la qualité (Robinson, 1988 notamment). Or le lien entre la part de marché et la performance financière semble fragile (Buzzell et *al.*, 1975).

### 2-1-3 Un critère psychologique à la décision d'investissement : l'excès de confiance des dirigeants

Les dirigeants auraient tendance à vouloir être les premiers car, selon Norton et Moore (2002), les dirigeants surestiment systématiquement leurs compétences, ce qui les conduit à sous-estimer les risques inhérents à leur secteur d'activité : tout se passe comme si les dirigeants étaient averses au risque exogène de l'environnement mais désireux d'assumer un risque endogène lié à leurs compétences perçues. L'exemple d'EMI et du scanner (Teece, 1987) est à cet égard révélatrice de cette dualité mentale dont sont victimes certains dirigeants. En 1973, cette entreprise disposant d'une avance technologique décide de lancer le scanner mais huit ans plus tard est contrainte de sortir du marché. En effet, si les dirigeants avaient correctement apprécié le risque lié à l'environnement, ils avaient manifestement sous-estimé en interne la disponibilité des actifs complémentaires pourtant nécessaires à la survie de leur innovation comme le service après-vente. A contrario, l'exemple d'Intel qui réussit à imposer ses microprocesseurs de PC personnels de 1987 à 1998 témoigne de la correcte appréciation du risque à la fois environnemental et organisationnel. Le P.D.G de l'époque se différencia en se recentrant sur la fabrication de microprocesseurs (le i860) et en adoptant une stratégie fondée sur l'innovation permanente aidée d'un réseau de distribution parmi les plus performants du secteur comme en témoigne la diversité des produits : pentium (1993), pentium pro (1995), pentium MMX (1997), pentium II (1997), Celeron (1998). Comme le rappelle son ancien PDG, Andy Grove, "de tels investissements relèvent de paris car ils doivent être réalisés avant la demande du marché".

La littérature psychologique, quant à elle, avance l'effet « meilleur que la moyenne » : lorsqu'on se compare à ses pairs, on a tendance à surestimer ses compétences. Ainsi, selon Babcock et Loewenstein (1997), "plus de la moitié des répondants se situent dans les 50% les plus compétents et par optimisme surestiment systématiquement le taux de croissance des futurs cash flows". Un autre effet avancé est l'effet de "l'intervalle de confiance étroit" : les individus réalisent des prévisions dans un intervalle systématiquement réduit par rapport à la réalité. Griffin et Tversky (1992) concluent que "les dirigeants sur-confiants sous-estiment systématiquement le risque des futurs *cash flows*".

## 2-2 Une perception du risque en contradiction avec la théorie financière

L'étude de la prise de décision par le dirigeant relève plus de la perception du risque que de sa mesure. C'est la raison pour laquelle, comme le souligne Stulz (1996, p.8), il semble exister un fossé entre la gestion du risque préconisée par la théorie, selon laquelle le risque serait une variable exogène caractérisée par une variance de probabilités et celle observée dans la réalité.

### 2-2-1 Les dirigeants et l'"aversion aux pertes"

Les théoriciens des organisations estiment que le risque tel qu'il est envisagé par la théorie financière est une définition appauvrie du risque dont une autre définition pourrait être "la possibilité de pertes" (Yates et Stone, 1992, p.4) que les dirigeants chercheraient à tout prix à minimiser parfois au détriment d'une performance attendue élevée (Helliar et *al.*, 2005 ;

Mc Custer et Carnevale, 1995 ; Kahneman et *al.*, 1991)<sup>16</sup> : en somme, les dirigeants feraient preuve de pessimisme en cherchant à "éviter le pire". Dans une étude menée auprès de 670 analystes financiers, Baird et Thomas (1990, p. 40) montrent que la définition la plus fréquemment citée du risque est l'importance des pertes suivie de la probabilité des pertes et enfin de la variance des gains. Tout se passe comme s'il existait une asymétrie dans l'évaluation subjective des gains et des pertes<sup>17</sup> : pour une même espérance de gains mais présenté tantôt en termes de gains, les dirigeants cherchent à minimiser le risque en investissant alors que présenté en termes de pertes, ils cherchent à prendre des risques pour éviter ces pertes. Cela semblerait d'autant plus vérifié que les dirigeants auraient obtenu dans le passé une performance supérieure à celle fixée (March et Shapira, 1987). Le risque est donc envisagé comme un construit qui reflète mieux les perspectives des dirigeants. De ce fait, la notion de coût subjectif est importante : elle signifie que ce sont les coûts connus au moment de la décision qui importent et non les coûts connus une fois les conséquences de la décision connues. Le risque n'est donc plus une donnée exogène caractérisant des flux fonction de la technologie du moment mais une donnée endogène dépendant des acteurs et de leurs préférences. Dès lors, il faut définir des stratégies d'acteurs à l'origine de cette gestion du risque plus fine que celle avancée par la théorie. De même, selon Stulz (1996, p. 20), les dirigeants raisonneraient selon une logique assurantielle : ils ne chercheraient qu'à éviter les scénarios les plus pessimistes tout en laissant à l'entreprise l'opportunité de profiter de certains risques pour lesquels elle disposerait d'un avantage comparatif. Le raisonnement des décideurs serait alors le suivant : quelle est la probabilité pour que les pertes ne dépassent pas un pourcentage de la valeur de l'entreprise<sup>18</sup>? Le calcul de cette probabilité apparaît très délicat d'autant qu'il devrait se réaliser au minimum sur l'année, la gestion du risque se déroulant dans le temps.

Les entreprises n'utiliseraient donc pas les instruments de gestion du risque pour diminuer la variance des flux générés mais plutôt pour éviter les scénarios les plus pessimistes influençant le risque de faillite ou empêchant l'entreprise de profiter d'investissements rentables.

Comme le note Warren Buffet, alors président de Berkshire Hathaway dans le magazine américain *Fortune* : "nous définissons le risque comme la probabilité de pertes alors que les chercheurs le définissent comme la relative volatilité de cours d'actions au sein d'un portefeuille". Dès lors que les dirigeants adoptent dans la réalité une gestion sélective du risque et non seulement du risque systématique comme le prétend la théorie financière, la politique de diversification visant à supprimer le risque spécifique de la politique d'investissement de l'entreprise devient nécessaire. Dans ce cadre, les actionnaires vont apprécier la rentabilité exigée aussi en fonction de ce risque.

### 2-2-2 Les dirigeants et la gestion du risque spécifique

Selon la théorie financière, les dirigeants, supposés travailler dans l'intérêt des actionnaires, ne devraient jamais opter pour une politique de diversification du risque spécifique car l'actionnaire peut à titre gratuit bénéficier des effets de cette diversification au niveau de son portefeuille individuel. Les actionnaires, supposés détenir un portefeuille diversifié grâce aux marchés complets, ne sont donc pas a priori intéressés par les entreprises

<sup>16</sup> Cette conclusion rejoint l'une de celles établies par la "prospect theory" (Bromiley, 1991, Fiegenbaum et Thomas, 1988)

<sup>17</sup> De nombreuses études empiriques consistant en des questionnaires administrés auprès de dirigeants confirment ce constat. On peut citer March et Shapira (1987) ou encore Helliar et *al.* (2005).

<sup>18</sup> Dans ce cas, supposer que les flux suivent une loi normale est contestable car l'indépendance sérielle de la variable est hautement improbable : un niveau de flux faible aujourd'hui a de grandes chances d'influencer le niveau des flux de demain.

adoptant une telle stratégie. En particulier, pour Lubatkin et Chatterjee (1991), il existe une relation en forme de U entre le risque et la politique de diversification de l'entreprise de sorte que pour Bettis (1983) les dirigeants devraient placer au cœur de leur stratégie la gestion du risque spécifique.

En réalité, la politique de diversification du risque spécifique peut se justifier pour au moins quatre raisons. Premièrement, les actionnaires peuvent investir leur capital humain, par nature spécifique, au sein de l'entreprise. En effet, l'actionnariat français est faiblement diffus car essentiellement familial. Les actionnaires sont donc sensibles non seulement au risque systématique mais aussi spécifique de l'entreprise, ce qui rend pertinent de ce fait la politique de diversification de l'entreprise. Cette couverture de risque devient donc légitime lorsque possédant une grande part du capital, les actionnaires, éventuellement dirigeants, ne peuvent diversifier de façon optimale leur patrimoine<sup>19</sup>. Deuxièmement, le désintérêt de la théorie financière pour la gestion du risque spécifique découle du fait que cette définition du risque, inadaptée au cas du dirigeant, est liée à l'investisseur sur le marché financier. Or, le dirigeant d'entreprise se différencie de l'investisseur sur le marché au moins sur deux points : en premier lieu, il peut détenir une part significative du capital l'empêchant d'opter pour une politique de diversification du risque ; en deuxième lieu, il entend protéger et développer les actifs spécifiques (qui ont un risque spécifique) de l'entreprise à l'origine de son avantage concurrentiel et dont son capital humain fait partie (Smith et Stulz, 1985). Cette gestion du risque spécifique apparaît alors comme un substitut aux fonds propres car ces derniers deviennent d'autant moins utiles pour diminuer le risque de l'entreprise ce qui augmente donc la capacité d'endettement de l'entreprise et permet aussi de gérer la structure de propriété en évitant tout recours aux fonds propres. Troisièmement, les dirigeants, parfois eux-mêmes actionnaires, peuvent choisir une politique de diversification en vue d'assurer une meilleure allocation des ressources au sein de l'organisation en les rendant plus redéployables au sein de l'organisation. En effet, de nombreux auteurs militent en faveur de mécanismes d'allocation des ressources au sein des entreprises se rapprochant du marché<sup>20</sup> pour des motifs variés<sup>21</sup>. Dans ce cadre, la diversification des activités devrait offrir autant d'occasion pour utiliser au mieux les ressources spécifiques de l'entreprise en facilitant la réallocation des compétences des dirigeants et des ressources apportées par les actionnaires ! Si l'introduction au sein de l'organisation de tels mécanismes d'allocation des ressources conduit parfois à des choix d'investissements inefficaces en raison du subventionnement des filiales possédant peu d'opportunités d'investissements par celles plus dynamiques (Scharfstein et Stein, 2000 ; Rajan et al., 2000), d'autres auteurs estiment que le capital humain, par nature spécifique (Stein, 2002), ou les actifs physiques spécifiques (Gertner et al., 1994) seront d'autant plus redéployables que les frontières de l'entreprise englobent les compétences clés de l'entreprise souvent en se diversifiant. Pour qu'un marché interne des capitaux permette à l'entreprise de

---

<sup>19</sup> De même, la prise en compte d'autres parties prenantes au devenir de l'entreprise - comme les clients, les fournisseurs ou les salariés - dotés d'un faible pouvoir de diversification et liées à l'entreprise par des "investissements spécifiques" incite l'entreprise à couvrir ses risques y compris ceux considérés comme spécifiques et donc diversifiables par les actionnaires. En somme, la gestion de la totalité du risque permet une amélioration des termes des contrats conclus et donc un accroissement de la valeur de la firme.

<sup>20</sup> Organisation préconisée notamment par Williamson (1975) et illustrée par l'organisation en M de General Motors décentralisée en divisions indépendantes regroupant les différentes marques du groupe (Pontiac, Chevrolet, ...) et traditionnellement opposée à l'organisation en U de Ford avant la seconde guerre mondiale correspondant aux différentes fonctions du groupe.

<sup>21</sup> Williamson (1975) pour la décharge de travail administratif dont bénéficie le dirigeant en raison de la délégation des décisions, pour Pfeffer et Salancik (1978) dans le but de contrôler les ressources, pour Milgrom et Roberts (1992) et Shleifer (1985) pour la meilleure coordination des décisions d'investissement et de financement, pour Holmstrom (1982) pour les règles de concurrence introduites dans l'organisation, ou encore pour Guedj et Scharfstein (2004), Maksimovic et Philips (2002) pour le redéploiement facilité des ressources des secteurs non rentables vers les plus rentables.

bénéficier d'une telle flexibilité dans l'utilisation des actifs spécifiques, l'activité doit être verticalement intégrée et donc diversifiée mais au maximum "reliée" soit par les technologies utilisées ou les marchés visés (Rumelt, 1974). C'est pourquoi, la théorie de la firme fondée sur les connaissances ou les ressources expliquent l'internalisation d'activités et donc le recours à la hiérarchie non plus pour éviter l'opportunisme des acteurs ou les coûts d'agence mais pour capitaliser les connaissances (Conner, 1991 ; Kogut et Zander, 1996 ; Prahalad et Hamel, 1990, notamment) même si certains auteurs contestent l'absence de lien avec l'opportunisme des acteurs (Heiman et Nickerson, 2002, par exemple). Quatrièmement, les facteurs de risque spécifique étant souvent facilement observables et mesurables, le dirigeant de la grande entreprise aura tendance les sur estimer et à les anticiper grâce à des mécanismes assurantiels très sophistiqués. En revanche, les risques difficilement mesurables, comme les risques organisationnels ou humains, auront alors tendance à être sous-estimés. Ainsi, Salter et Weinhold (1979, p. 106) avancent que de façon "ironique les dirigeants consacrent beaucoup d'efforts à la gestion du risque spécifique. Ils le font car ce type de risque (lié aux conflits sociaux, réactions d'un concurrent, ...) est immédiat, visible et souvent aux conséquences désastreuses sur l'organisation et les individus".

Sur un plan empirique, Culp et Miller (1995, p. 122) observent que les entreprises sélectionnent le type de risque à couvrir : elles ne préfèrent, selon une enquête menée auprès de 2000 entreprises par la Wharton School et la banque Chase Manhattan en 1994, ne couvrir que les risques à court terme relevant du taux de change ou du taux d'intérêt. Cette politique est incompréhensible sous l'hypothèse d'efficacité des marchés qui permet d'éliminer ce risque grâce à la diversification : les entreprises ne devraient pas couvrir les risques liés à l'activité courante de l'entreprise car ces risques "représentent des risques diversifiables gratuitement par les actionnaires qui ne seront ainsi pas disposés à exiger une rentabilité plus faible".

Aussi, la couverture de risques n'est-elle justifiée que si "la variabilité des flux liée à de tels risques difficilement diversifiables impose des coûts réels (de faillite directs ou indirects) à l'entreprise" (Stulz, 1996, p. 12) ou si la perception de ce risque par le dirigeant apparaît majeure.

### 2-3 Gestion du risque spécifique et stratégie d'entreprise : le rôle des investissements spécifiques

En définitive, le rôle du dirigeant consiste à gérer le risque spécifique en modifiant portefeuille des investissements spécifiques. Loin d'être une gestion statique et immuable, ce rôle exige le recours à une gouvernance interne efficace.

#### 2-3-1 Le rôle des dirigeants : définir le portefeuille d'investissements spécifiques

La gestion de ce risque par les dirigeants est étroitement liée à la gestion des investissements spécifiques de l'entreprise au sein de son secteur (Andrews, 1980) à telle enseigne qu'elle apparaît comme le facteur à l'origine de la survie, de la croissance et du déclin de certaines organisations (Bettis, 1983, p. 408). Van Horne (1980) illustre l'importance de ce risque spécifique en stratégie avec l'arrivée d'un concurrent qui produit un produit substituable. La réponse des dirigeants, par nature spécifique à l'entreprise, consiste à dresser des barrières à l'entrée visant à empêcher l'arrivée d'un nouveau concurrent (Bain, 1956 ; Porter, 1980). Il en est de même de l'arrivée soudaine d'une nouvelle technologie qui rend obsolète un produit existant et contraint donc le dirigeant à développer un nouveau produit grâce à une activité de recherche et développement particulièrement dynamique, en d'autres termes à développer ses actifs spécifiques. Les conclusions de la théorie financière conduiraient les dirigeants à ignorer ce risque par nature spécifique alors que la littérature

stratégique insiste sur le rôle que joue ce type de risque dans la réponse apportée par les dirigeants au travers du choix d'investissements spécifiques.

De même, la préservation de la valeur des opportunités d'investissement passe par une gestion de l'information en contradiction avec le principe d'efficacité sur le marché. En effet, l'information influence la valeur de l'entreprise en modifiant les anticipations des investisseurs concernant les projets futurs. D'après les enseignements de la théorie financière, afin de diminuer l'incertitude, les dirigeants ont intérêt à divulguer le maximum d'informations au marché qui actualisera d'autant moins les *cash flows* futurs et financera d'autant plus facilement ce projet. Mais, parallèlement, les concurrents profiteront de cette information, au risque de diminuer ces futurs *cash flows*. En d'autres termes, l'efficacité des marchés peut nuire à l'innovation en même temps qu'elle s'avère utile aux investisseurs. La politique de communication résulte alors d'un dosage subtil qui ne correspond pas à la recherche de l'efficacité maximale des marchés. Les dirigeants peuvent alors avoir intérêt à préserver un niveau de liquidités élevé pour ne pas avoir à trop communiquer au marché les caractéristiques des projets. On rejoint en cela les conclusions de Castanias et Helfat (1992) selon lesquels ces investissements spécifiques<sup>22</sup> préservent la valeur des opportunités d'investissements liés au capital humain des dirigeants et les obligent à dégager des rentes dont profite l'ensemble des partenaires de l'entreprise. Paquerot (1997) insiste, par exemple, sur la possibilité qu'offre cet enracinement de se soustraire aux contraintes de rentabilité à court terme que pourraient imposer les actionnaires et d'inscrire leur choix d'investissement sur le long terme.

La réalisation de tels investissements nécessite de la part des dirigeants de disposer d'une certaine latitude discrétionnaire définie comme la palette de choix stratégiques dont dispose le dirigeant (Hambrick et Finkelstein, 1987). Elle résulte des stratégies d'enracinement des dirigeants qui découle "des moyens à la disposition des dirigeants, c'est-à-dire leur capital humain mais également les actifs de l'entreprise, pour neutraliser les systèmes de contrôle interne et externe" (Alexandre et Paquerot, 2000) et rendre ainsi dépendante l'entreprise des ressources (notamment le capital humain) qu'ils contrôlent. Or, cette définition n'est pas interprétée de la même façon en management stratégique et par la théorie de l'agence selon laquelle la latitude discrétionnaire des dirigeants est synonyme de décisions sous optimales pour l'actionnaire alors qu'elle constitue en management stratégique un objectif clé d'une organisation (Hambrick et Abrahamson, 1995) : "la qualité du management pourrait se définir en partie comme la capacité à percevoir, créer et utiliser cette latitude" (Hambrick et Finkelstein, 1987, p. 374).

### 2-3-2 Une gouvernance interne efficace à l'origine de la gestion des investissements spécifiques

La valeur de ce type d'investissement, et donc la création de valeur, dépend de la qualité du processus qui conduit à la définition de la stratégie, de la capacité de l'organisation à transférer les connaissances en son sein et à impliquer les acteurs de l'entreprise dans cette gestion des connaissances. Selon Prahalad et Doz (2000, p. 28), trois conditions doivent être réunies pour une gouvernance interne efficace : une "clarté structurelle" qui consiste à définir laquelle de ces trois dimensions, par activité, par zone géographique ou par fonction qui

---

<sup>22</sup> Cette vision positive du rôle des investissements spécifiques est contestée du point de vue des actionnaires. Schleifer et Vishny (1989) et Morck *et al.* (1990) soulignent que cet enracinement se réalise au moyen d'investissements spécifiques dont la valeur dépend de la présence des dirigeants. Selon ces auteurs, ces investissements se font au détriment des actionnaires car d'une part, les dirigeants se soustraient à la discipline de leur marché du travail et peuvent profiter d'avantages en nature et d'autre part, ils augmentent leur latitude managériale.

existent simultanément dans les grandes entreprises, doit être privilégiée afin d'assurer la meilleure allocation des ressources et transfert des connaissances ; le degré de formalisation des "processus administratifs" à l'origine du dialogue entre les filiales et avec la direction et qui dépend de la nature de la concurrence ; "des valeurs et comportements" nécessaires pour diffuser les meilleures pratiques et permettre ainsi de faire évoluer les compétences pour être capables de saisir les nouvelles opportunités d'investissements. Selon ces auteurs, la clé du succès réside dans la capacité de l'entreprise à s'adapter aux changements survenus dans l'environnement et pour cela à décentraliser les décisions, en particulier précisent Jensen et Meckling (1999, p.9), lorsque les informations sont spécifiques, c'est-à-dire coûteuses à transférer au sommet hiérarchique et difficilement observables.

Cependant, lorsque l'organisation offre aux responsables opérationnels une plus grande latitude grâce à une délégation des décisions, cette forme d'organisation peut influencer la politique d'investissement par les effets négatifs informels qu'elle peut dans certaines circonstances générer en raison de l'inobservabilité de la rentabilité de tels investissements. On peut citer quatre effets informels relevés dans la littérature. Le premier, avancé par Milgrom et Roberts (1990), souligne que les "activités d'influence"<sup>23</sup>, liées à la préservation du réseau au sein de l'entreprise, n'incitent pas les dirigeants à profiter de ce type d'investissements dont l'origine de la performance est trop floue mais au contraire à resserrer les frontières de l'entreprise en y renonçant. Le second relève des "attachements sociaux" (Zenger et *al.*, 2001) des dirigeants envers certains responsables opérationnels qui peuvent expliquer l'obstination des responsables à approuver les investissements proposés pourtant peu prometteurs (Halpern, 1994) et inciter ces derniers, étouffés par une socialisation excessive liée à des valeurs communes, à ignorer des opportunités innovantes d'investissements (Gruenfeld et *al.*, 1996). Le troisième qualifié de "processus de comparaison sociale" (Deutsch, 1985) souligne que les responsables comparent en permanence leur niveau de rémunération et ce, d'autant plus qu'un système agressif de rémunération a été mis en place dont ils ne comprennent pas la mesure exacte. Lorsqu'ils s'estiment injustement rémunérés, ils risquent de se décourager ou de démissionner. La solution consistant à abandonner ce système de rémunération conduit à ces deux mêmes effets négatifs (Zenger, 1994). Seule une petite structure semble pouvoir supporter l'existence d'un système de rémunération agressif au sein de laquelle des perceptions inéquitables de rémunérations sont plus rares. Enfin, les "routines spécifiques à l'entreprise" (Nelson et Winter, 1982) ne procurent pas que des effets positifs largement soulignés dans la littérature. Elles peuvent aussi rendre prisonnière l'organisation dans sa capture des informations puis de ses interprétations ou encore de l'exploitation d'opportunités d'investissements (Leonard-Barton, 1995). Conscients de ces deux effets opposés, les dirigeants peuvent choisir de limiter la taille de l'organisation pour exposer les filiales à des sources d'information extérieures.

Dans le cas particulier des investissements en R et D, Goyal et Moraga-Gonzalez (2001) soulignent aussi que si la méfiance ou la jalousie règne entre les responsables de filiales, les économies d'échelle peuvent être dominées par l'effet de décisions d'investissements sous optimales liées à ces attitudes. Or, la méfiance entre responsables opérationnels est d'autant plus probable que l'organisation est grande. Dans les organisations structurées en divisions, Goel et Thakor (2005) estiment que les dirigeants des divisions ont deux types de comportements fondés sur la jalousie : les responsables des divisions peu performantes ont tendance à chercher égoïstement des rentes grâce aux investissements choisis, parfois au détriment de la valeur de l'entreprise ; quant aux dirigeants des divisions

---

<sup>23</sup> Ces activités sont définies comme des tentatives d'influencer l'allocation des rentes au sein des firmes dans le but de privilégier des individus ou des coalitions. Ces activités existent d'autant plus que les réseaux de communication au sein de l'entreprise, pourtant nécessaires à la coordination des décisions, sont particulièrement développés.

plus performantes, ils sont tentés de sur investir de façon défensive leur cash-flow afin d'éviter qu'il ne soit redistribué aux autres divisions.

La transformation des filiales en centres de coûts permet de centraliser le contrôle de la performance obtenue lorsque les interdépendances s'avèrent importantes et les résultats obtenus difficiles à mesurer. A contrario, transformer des filiales en centre de profits s'avèrent souhaitable pour les dirigeants lorsque les décisions d'investissement à réaliser s'avèrent difficiles à identifier par le sommet hiérarchique.

### **Conclusion :**

De nombreuses études empiriques témoignent de l'incapacité de la théorie financière à expliquer les décisions d'investissements stratégiques. Si, en première analyse, l'irrationalité des acteurs peut être avancée comme facteur explicatif, force est de constater à la lumière d'apports de champs de recherche extérieurs à la finance d'entreprise, comme la théorie des organisations, que la décision d'investissement stratégique est un long processus de décisions successives qui n'entre pas dans le cadre théorique de la finance d'entreprise (Pike, 1997, p.940). Aussi, devient-il nécessaire de s'intéresser à l'origine des biais observés dans les comportements des acteurs. Ces biais, d'origine interne ou externe à l'organisation, involontaires ou volontaires de la part du dirigeant, trouvent leur origine dans les imperfections du marché ou les traits de personnalité des dirigeants. Ainsi, dans le cas d'efficience supposée des marchés, des facteurs traditionnels à la décision d'investissement ont été rappelés relevant des représentations des dirigeants, de sa recherche de réputation au sein de son réseau (Hirshleifer, 1993) ou encore de son optimisme. Mais ces facteurs fondamentalement liés à l'environnement dans lequel évolue le dirigeant, ne rendent pas suffisamment compte des stratégies mises en œuvre par cet acteur dans le cadre de marchés inefficients. La prise en compte de la perception de sa performance passée, de son appartenance au réseau des dirigeants, de sa carrière notamment apparaissent comme des facteurs essentiels de la politique d'investissement. En conséquence, la gestion du risque devient sélective en fonction de l'expérience ou de la formation du dirigeant : en particulier, l'aversion au risque et la préférence pour la gestion du risque spécifique sont en contradiction avec les principaux enseignements de la théorie financière. Cette spécificité de la gestion du risque renvoie dès lors inévitablement à la gestion d'investissements, eux-mêmes, spécifiques. Or, ce type d'investissements exige, pour être identifiés et exploités, un minimum de décentralisation des décisions. Cette dernière génère parfois des conflits potentiels entre responsables de filiales et donc la mise en œuvre de mécanismes visant à pallier ces conflits.

Nous avons tenté au cours de cet article de présenter un panorama de la littérature dont le dirigeant est l'acteur central. Mais l'objet de la décision, l'investissement stratégique, rend par nature difficile l'application du raisonnement financier qui repose foncièrement sur l'étude de décisions routinières. C'est pourquoi, seul le recours à une étude de terrain auprès des dirigeants permettrait de mieux appréhender ce processus complexe à l'origine de ce type de décisions.

### Bibliographie

Adler P.S. et Borys B. (1996), "Two types bureaucracy : enabling vs coercive", *Administrative Science Quarterly*, 41, 61-89.

Alexandre H. et Paquerot M. (2000), « Efficacité des structures de contrôle et enracinement des dirigeants », *Revue Finance, Contrôle, Stratégie*, 3, 2, juin 2000.

Amihud Y. et Lev B. (1981), « Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers », *Bell Journal of Economics*, 12, 605-617.

Anderson R.C. et Reeb D.M. (2003), "Founding-family ownership and firm performance : evidence from S & P 500", *Sloan Management Review*, MIT, Winter.

Andrews K., *The concept of strategy concept*. 2<sup>nd</sup> ed. Homewood, Ill ; Richard D. Irwin, 1980.

Ansoff H.I. (1965), *Corporate Strategy*, Mc Graw Hill, NY, 280 p.

Bain J.S., *Barriers to new competition : their character and consequences in manufacturing industry*. Cambridge, Harvard university Press ; 1956.

Baird I. et Thomas H. (1990), What is risk anyway ?, In R.A. Bettis and H. Thomas (Eds.), *Risk, Strategy and Management*. JAI Press, Greenwich, CT, p. 21-52.

Baker M, Ruback R. et Wurgler J. (2004), "Behavioral corporate finance : a survey", in *Handbook in corporate finance : empirical finance*, Eckbo Eds, 1-51.

Baldwin C. et Clark K. (1992), "Capabilities and capital investment : new perspectives on capital budgeting", *Journal of Applied Corporate Finance*, 5, 2, 67-82.

Barney J.B. (1991), "Firm resources and sustained competitive advantage", *Journal of Management*, 17, 97-120.

Baum JR. (2000), "A longitudinal study of the causes of technology adoption and its effect upon new venture growth", *Frontiers of entrepreneurship research*, 1-12.

Baum JR et Wally S. (2003), "Strategic decision speed and firm performance", *Strategic Management Journal*, 24, 1107-1129.

Baumol W. (1959), *Business behavior, value and growth*, New York : Mac Millan.

Bebchuk A. et Stole L. (1993), "Do Short-Term Objectives lead to Under or Over investment in Long Term Projects", *The Journal of Finance*, 58, 2, June 1993.

Berger P. et Ofek E. (1995), "Diversification's effect on firm value", *Journal of Financial Economics*, 37, 39-65.

Berger P. et Ofek E. (1999), "Causes and effects of corporate refocusing programs", *Review of Financial Studies*, 12, 311-345.

- Bernardo A.E. et Welch I. (2001), "On the evolution of overconfidence and entrepreneurs", SSRN, Working Paper N° 00-48.
- Bertrand M. et Mullainathan S. (2003), "Enjoying the quiet life ? Corporate governance and managerial preferences", *Journal of Political Economy*, 111, 5, 1043-1075.
- Bertrand M. et Schoar A. (2003), "Managing with style : the effect of managers on firm policies", *Quarterly Journal of Economics*, 118, 301-330.
- Bettis R.A. (1983), "Modern financial theory, corporate strategy and public policy : three conundrums", *The Academy of Management Review*, vol. 8, 3, 406-415.
- Bolton L. et Heath C. (2004), "Believing in first mover advantage", Working Paper, Wharton School
- Boot A.W., Milbourn T. et Thakor A. (2005), "Sunflower management and capital budgeting", *Journal of Business*, Vol. 78, n° 2, 501-527.
- Bouquin H. et De Bodt E. (2001), "Le contrôle de l'investissement" In *Images de l'investissement*, Vuibert, 448 pages.
- Bower J.L., *Managing the Resource Allocation Process*, Cambridge Mass., Harvard University Press, 1970.
- Brealey R.A. et Myers S., *Principes de gestion financière*, 2006, 8<sup>ème</sup> édition, Pearson.
- Brockner J. (1992), "The Escalation of Commitment to a Failing Course of Action toward Theoretical Progress", *Academy of Management Review*, 17, 1, 39-61.
- Bromiley P. (1991), "Paradox or at Least Variance Found: A Comment on "Mean-Variance" Approaches to Risk-Return Relationships in Strategy: Paradox Lost", *Management Science*, 37, 9, 1206-1210.
- Bronwyn H. (1993), "R&D Tax Policy in the Eighties : Success or Failure ?", *Tax Policy and the Economy*, 7, 1-36.
- Bruner R.F. (1999), "An analysis of value destruction and recovery in the alliance and proposed merger of Volvo and Renault", *Journal of Financial Economics*, Vol. 51, 125-166.
- Buzzel R., Bradley T. et Ralph G. (1975), « Market Share : a Key to Profitability », *Harvard Business Review*, 53, 1, 97-106.
- Castanias R.P. et Helfat C.E. (1992), "Managerial and windfalls rents in the market for corporate control", *Journal of Economic Behavior and Organization*, 18, 153-184.
- Charreaux G. (2001), Introduction à l'ouvrage collectif "Images de l'investissement", In G. Charreaux (éd.), Vuibert-FNEGE, 169-230.
- Charreaux G. (1997), *Gouvernement d'entreprise : théories et faits*, Recherche en Gestion, Edition Economica.

Charreaux G. (1996), "Pour une véritable théorie de la latitude managériale et du gouvernement des entreprises", *Revue Française de Gestion*, 1996, 50-64.

Chevalier J. et Ellison G. (1999), "Career Concerns of Mutual Fund Managers", *The Quarterly Journal of Economics*, 114, 2, 389-432.

Cho D. (1988), "The Impact of Risk Management Decisions on Firm Values: Gordon's Growth Model Approach", *Journal of Risk and Insurance*, 55, 118-131.

Conner K.R. (1991), "A Historical Comparison of the Resource-Based Theory and Five Schools of Thought Within Industrial Organization Economics: Do We Have a New Theory of the Firm?," *Journal of Management*, 17, 1, 121-154.

Cooper A.C., Woo C.A. et Dunkelberg W. (1988), "Entrepreneur's perceived changes for success", *Journal of Business Venturing*, 12, 1, 201-216.

Core J., Guay W. et Rusticus T. (2005), "Does weak governance cause weak stock returns ? An examination of firm operating performance and investors' expectations", Working Paper, Wharton School, University of Pennsylvania.

Culp C. et Miller M. (1995), "Hedging in the Theory of Corporate Finance : a Reply to our Critics », *Journal of Applied Corporate Finance*, 7, 4, 62-76.

Cyert R. et March J. (1963), *A behavioral theory of the firm*, Englewood Cliffs, NJ : Prentice Hall.

Denzau A. et North D. (1993), "Shared mental models : ideologies and institutions", *Kyklos*, vol. 47, 1, 3-31.

Desreumaux A. et Romaeler P. (2001), "Investissement et organisation", in Charreaux G. (éd.), *Images de l'investissement*, Vuibert-FNEGE.

Deutsch M. (1985), *Distributive justice : a social-psychological perspective*, New Haven : Yale University Press.

Di Maggio P. et Powell W. (1983), "The Iron Cage Revisited. Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Field", *American Sociological Review*, 48, 2, 147-160.

Dixit A. et Pindick R. (1994), *Investment under uncertainty*, Princeton University Press, Princeton, NJ.

Donaldson G. (1984), "Managing Corporate Wealth : the Operation of a Comprehensive Financial Goals System", New York : Praeger.

Easterbook F. et Fischel D. (1981), "The proper role of a target's management in responding to a tender offer", *Harvard Law Review*, 94, 6, 1161-1205.s

Eisenhardt K.M. (1989), "Making fast strategic decisions in high velocity environments", *Academy of Management Journal*, 27, 299-343.

- Fama E.F. (1980), "Agency Problem and Residual Claims", *Journal of Political Economy*, 88, 2, 288-307.
- Felton J., Gibson B. et Sanbonmatsu D. (2003), "Preference for Risk in Investing as a Function of Trait Optimism and Gender", *The Journal of Behavioral Finance*, 4, 1, 33-40.
- Fiengenbaum A. et Thomas H. (1988), "Attitudes toward risk and the risk return paradox: prospect theory explanations", *Academy of Management Journal*, 31, 85-106.
- Fredrickson JW. (1986), "The strategic decision process and organization structure", *Academy of Management Review*, 11-2, 280-297.
- Garvey et Hanka (1999), "Capital structure and corporate control : the effect of state antitakeover laws on firm leverage", *Journal of Finance*, 54, 519-546.
- Gedajlovic E.R et D.M Shapiro (1998), "Management and Ownership Effects: Evidence From Five Countries", *Strategic Management Journal*, 19, 533-553.
- Gertner R.H., Scharfstein D. et Stein J.C. (1994), "Internal versus external capital markets", *The Quarterly Journal of Economics*, 109, 1211-1230.
- Gervais S. Heaton J.B. et Odean T. (2003), "Overconfidence, Investment Policy and Executive Stock Options", Rodney L. White Center for Financial Research, Working Paper N° 15-02.
- Gervais S. et Odean T. (2001), "Learning to Be Overconfident", *Review of Financial Studies*, Printemps 2001, 14, 1, 1-27.
- Gibbons R. et Murphy K. (1992), "Optimal incentive contracts in the presence of career concerns : theory and evidence", *Journal of Political Economy*, 100, 468-505
- Gibson B. et Sanbonmatsu D. (2004), "The downside of optimism", *Personality and Social Psychology*, vol. 30, 1, 149-160.
- Godet M., In *Prospective stratégique de l'entreprise*, sous la direction de J. Lesourne et C. Stoffaes, Ed Dunod, 2001, 2<sup>ème</sup> édition.
- Goyal S. et Moraga-Gonzales J. (2001), "R & D networks", *Rand Journal of Economics*, vol. 32, 4, 686-707.
- Goel A.M. et Thakor A.V. (2005), "Green with envy : implications for corporate investment distortions", *The Journal of Business*, 78, 6, 2255-2287.
- Goel A.M. et Thakor A.V. (2000), "Rationality, Overconfidence and Leadership", Working Paper n° 00-022, University of Michigan Business School, 2000.
- Gompers P., Ishii J. et Metrick A. (2003), "Corporate governance and equity prices", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 118, 107-155.
- Graham J.R et Harvey C.R. (2001), "The theory and practice of corporate finance : evidence from field", *Journal of Financial Economics*, Vol. 61.

- Granovetter M. (1985), "Economic action and social structure : the problem of embeddedness", *American Journal of Sociology*, Vol. 91, N° 3, 481-510.
- Graves S. et Waddock S. (1990), "Institutional ownership and control : implications from long term corporate strategy", *Academy of Management Executive*, 4, 75-83.
- Green D., Barclay D. et Ryans A. (1995), "Entry Strategy and Long-Term Performance: Conceptualization and Empirical Examination", *Journal of Marketing*, Vol. 59, No. 4 (Oct., 1995), pp. 1-16
- Griffin D. et Tversky A. (1992), "The weighing of evidence and the determinants of confidence", *Cognitive Psychology*, 24, 411-435.
- Grossman S. et Hart O. (1980), "Takeover bids, the free rider problem and the theory of the corporation", *Bell Journal of Economics*, 11, 42-64.
- Gruenfeld D.H., Martorana P. et Fan E.J. (2000), "Why do Groups Learn from their Worldiest Members", *Organizational Behavior and Human Decision Process*, 82, 45-59.
- Guedj I. et Scharfstein D. (2004), "Organizational scope and investment : evidence from the drug development strategies of biopharmaceutical firms", *NBER Working Papers*, 10933.
- Hackbarth D. (2004), "Managerial traits and capital structure decisions", Working Paper, Indiana University.
- Halpern J.J. (1994), "The effect of friendship on personal business transactions", *Journal of Conflict Resolution*, 38, 647-664.
- Hambrick D. et Abrahamson E. (1995), "Assessing managerial discretion across industries : a multimethod approach", *Academy of Management Journal*, 38, 1427-1441.
- Hambrick D. et Finkelstein S. (1987), Managerial discretion : a bridge between polar visions of organization, In L.L Cummings et BM Staws (Eds.), *Research in Organizational Behaviour*, vol 9.
- Hambrick D. et Mason P. (1984), "Upper echelons : the organization as a reflection of its top managers", *Academy of Management Journal*, 15, 514-535.
- Hannan M.T. et Freeman J. (1984), "Structural inertia and organizational change", *American Sociological Review*, 49, 149-164.
- Hawkins S. A., Hoch S. J. et Meyers-Levy, J. (2001), "Low-involvement learning: Repetition and coherence in familiarity and belief", *Journal of Consumer Psychology*, 11, 1-11.
- Hayward M. (1997), "Explaining the premiums paid for large acquisitions : evidence of CEO hubris", *Administrative Science Quarterly*, 42, 103-127.
- Heaton J. (2002), "Managerial optimism and corporate finance", *Financial Management*, 31, 33-45.

- Heiman B. et Nickerson J.A. (2002), "Towards Reconciling Transaction Cost Economics and the Knowledge-based View of the Firm: The Context of Interfirm Collaborations," *International Journal of the Economics of Business*, 9, 97-116.
- Helliar C., Power D. et Sinclair C. (2005), "Managerial "irrationality" in financial decision making", *Managerial Finance*, 31, 4, 1-11.
- Hirshleifer D. (1993), "Managerial Reputation and Corporate Investment Decisions", *Financial Management*, été, 145-160.
- Hirshleifer D. et Thakor A.V. (2000), "Managerial Conservatism, Project Choice and Debt", *Review of Financial Studies*, 5, 437-470.
- Holmstrom B. (1982), "Moral hazard in teams", *Bell Journal of Economics*, 13, 324-340.
- Holmstrom B. et Ricart I Costa J. (1986), "Managerial incentives and capital management", *The Quarterly Journal of Economics*, 101, 4, 835-895.
- Hong H., Kubik J. et Solomon A. (2000), "Security analysts' career concerns and herding of earnings forecasts", *Rand Journal of Economics*, 31, 1, 121-144.
- Howell S.D. et Jäggle A.J. (1997), "Laboratory Evidence on How Managers Intuitively Value Real Growth Options", *Journal of Business Finance and Accounting*, 24, 7.
- Jacobs M. (1991), "Short term america : the causes and cures of our business myopia", Harvard Business Press ; Boston, MA.
- Jensen M. (1998), *Self Interest, Altruism, Incentives and Agency, Foundations of Organizational Strategy*, Cambridge, MA, Harvard University Press.
- Jensen M. (1993), "The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems", *Journal of Finance*, 48, 831-880.
- Jensen M. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeover", *American Economic Review*, 76, 2, 323-329.
- Jensen M. et Meckling W.H. (1999), "Specific and General Knowledge and Organizational Structure", *Journal of Applied Corporate Finance*, 2, 2.
- Jensen M. et Meckling W.H. (1976), "Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Owner Structure", *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jung D. et Avolio B. (1999), "Effects of leadership style and followers' cultural orientation on performance in group and individual task conditions", *Academy of Management Journal*, 42, 208-218.
- Kahneman D. and Lovallo D. (1993), "Timid choices and Bold Forecast : A cognitive perspective on Risk Taking", *Management Science*, 39, 17-31.

Kahneman D., Knetsch S. et Thaler R.H. (1991), "The Endowment Effect, Loss Aversion, and Status Quo Bias », *Journal of Economic Perspectives*.

Kirkman B. et Rosen B. (1999), "Beyond self-management : antecedents and consequences of team empowerment", *Academy of Management Journal*, 42, 58-74

Koenig G. (2001), De l'investissement stratégique, In *Images de l'investissement*, Coor. par G. Charreaux, Edition Fnege, 231-257.

Kogut B. et Zander U. (1996), "What firms do? Coordination, identity, and learning", *Organization Science*, 7, 5, 502-518.

Kollinger P., Minniti M. et Schade C. (2005), "Entrepreneurial Overconfidence : Evidence from a CART Approach", *German Institute for Economic Research Discussion*, Paper N° 465.

Lang L., Stulz R. et Walking R. (1991), "A test of the free cash flow hypothesis : the case of bidder returns", *Journal of Financial Economics*, 29, 315-335.

Leonard-Barton D. (1995), *Wellsprings of knowledge : building and sustaining the sources of innovation*, Boston : Harvard Business School Press.

Lieberman M. et Montgomery D. (1988), "First-mover (dis)advantages : retrospective and link with the resource based view", *Strategic Management Journal*, 19, 1111-1125

Locke E.A. et Latham GP (1990), *A theory of goal setting and task performance*. Prentice Hall : Englewood Cliffs, NJ.

Lubatkin M. et Chatterjee S. (1994), "Extending Modern Portfolio Theory into the Domain of Corporate Diversification: Does It Apply?", *Academy of Management Journal*, 37, 1, 109-136.

Lucier C., Schuyt R. et Spiegel E. (2003), "CEO succession 2002 : deliver or depart", *Strategy and Business Magazine*, 29, 10, 6-12.

Lyon J., Barber B. et Tsai C. (1999), "Improved method for tests of long-run abnormal stock returns", *Journal of Finance*, 54, 165-201.

Maksimovic V. et Phillips G.M. (2002), "Do conglomerate firms allocate resources inefficiently across industries ? Theory and evidence", *Journal of Finance*, Avril, 721-767.

Malmendier U. et Tate G.A. (2005), "CEO overconfidence and corporate investment", *Journal of Finance*

March J. et Shapira V. (1987), "Towards Managerial Perspectives on Risk and risk Taking", *Management Science*, 33, 11, 1404 - 1418.

Marsch P., Barwise P., Thomas K. et Wensley R. (1988), "Managing strategic investment decisions", in Pettigrew A.H., *Competitiveness and the management process*, Basil Blackwell.

Maritan C. (2001), "Capital investment as investing in organizational capabilities : an empirically grounded process model", *Academy of Management Journal*, 44, 3, 513, 532.

Marris R. (1964), *The economic theory of managerial capitalism*, New York, Free Press of Glencoe.

Masulis R.W., Wang C. et Xie F., "Corporate governance and acquirer returns", ECGI-Finance, Working Paper N° 116/2006, Owen Graduate School of Management, Mars 2005.

Mc Cusker et Carnevale P. (1995), « Framing in Resource Dilemmas: Loss Aversion and the Moderating Effects of Sanctions », *Organizational Behavior and Human Decision Processes*.

Milgrom P. et Roberts J. (1991), "Complementaries, momentum and the evolution of modern manufacturing", *American Economic Review*, 81, 84-88.

Milgrom P. et Roberts J. (1992), *Economics, organization and management*, Prentice Hall.

Mintzberg H. (1979), "The structuring of organizations: A synthesis of the research", Ed. Englewood Cliffs, NJ, Prentice-Hall, 1979

Moeller S.B., Schlingemann F.P. et Stulz R. (2005), "Wealth destruction on a massive scale ? A study of acquiring-firm returns in the recent merger wave", *Journal of Finance*, 60, 757-782.

Monks R. et Minow N. (1995), *Corporate Governance*, Blackwell Business, Cambridge, MA.

Morck R., Schleifer A. et Vishny R. (1988), "Management Ownership and Market Valuation : an Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.

Morck R., Schleifer A. et Vishny R. (1990), "Do managerial objectives drive bad acquisitions? ", *Journal of Finance*, 45, 31-48.

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*, 2, 13, 187-221.

Narayanan V.K. (1985), "Managerial incentives for short-term results", *Journal of Finance*, 60, 1469-1484.

Nelson R.R. et Winter S.G. (1982), *An Evolutionary Theory of Economic Change*, Cambridge Mass : Harvard University

Nickerson J.A. et Zenger T.R. (2002), "Being efficiently fickle : a dynamic theory of organizational choice", *Organization Science*, 13-5, 547-566.

Onifade E., Harrissin P. et Cafferty T. (1997), « Causal Attributions for Poorly Performing Projects : their Effect on Project Continuation Decisions », *Journal of Applied Social Psychology*, 27, 5.

Paquerot M. (1997), "Stratégies d'enracinement des dirigeants, performance de la firme et structures de contrôle", *Le gouvernement des entreprises* (coord. Charreaux), Edition Economica, 105-138.

Papadakis V., Lioukas S. et Chambers D. (1998), "Strategic Decision-Making Processes", *Strategic Management Journal*, 19, 2, 115-147.

Pezet A. (1998), *Les fonctions des instruments de la décision d'investir : contribution à une technologie de l'investissement*, Thèse de doctorat, Université Paris-Dauphine.

Pike R. (1997), "Discussion of Laboratory Evidence on how Managers Intuitively Value Real Options", *Journal of Business Finance and Accounting*, 24, 7, 937-941.

Pike R. (1996), "A Longitudinal Survey on Capital Budgeting Practices", *Journal of Business Finance and Accounting*, 23, 79-92.

Poppo L. (1995), "Influence activities and strategic coordination : two distinctions of internal and external markets", *Management Science*, 19, 853-877.

Porter M., *Competitive strategy*, New York ; The Free Press, 1980.

Poterba J.M. et Summers L.H. (1995), "A CEO survey of US companies' time horizons and hurdle rates", *Financial Management*, Vol. 37, N° 1, 43-53.

Prahalad C.K. et Foz Y. (2000), "The CEO : a Visible Hand in Wealth Creation ?", *Journal of Applied Corporate Finance*, 3, 3, 20-34.

Prahalad C.K. et Hamel G. (1990), "The Core Competence of the Corporation", *Harvard Business Review*, 3, 79-91.

Prendergast C. et Stole L. (1996), "Impetuous Youngsters and Jaded Oldtimers : Acquiring a Reputation for Learning", *Journal of Political Economy*, 104, 1105-1134.

Rajan R. et Zingales L. (1998), "Power in a theory of the firm", *Quarterly Journal of Economics*, 387-432.

Rajan R., Servaes H. et Zingales L. (2000), "The cost of diversity : the diversification discount and inefficient investment", *Journal of Finance*, 55-1, 35-80.

Rappaport A (1998), *Creating Shareholder Value*, 2<sup>nd</sup> Edition, NY : Free Press.

Rau P. et Vermaelen T. (1998), "Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring firms", *Journal of Financial Economics*, 44, 223-253.

Riveline C. (1997), *Les lunettes du prince*, Gérer et Comprendre, n° 50, 4-15.

Robinson W.T. (1988), "Sources of Market Pioneer Advantage : the Case of Industrial Goods Industry", *Journal of Marketing Research*, 25, 87-94.

Romelaer P. et Lambert G. (2001), " Décision d'investissement et rationalités", In G. Charreaux (éd.), *Images de l'investissement*, Vuibert-FNEGE, 169-230.

Roll R. (1986), "The hubris hypothesis of corporate takeovers", *Journal of Business*, Vol. 59, 197-216.

Rumelt R., 1974, *Strategy, structure and economic performance*, Harvard University Press, Boston.

Salter M. et Weinhold W. (1979), *Diversification through Acquisition*, The Free Press, New York, NY.

Scharfstein D. et Stein J. (1990), "Herd behaviour and investment", *The American Economic Review*, 80, 3, 465-479.

Scharfstein D. et Stein J. (2000), "The dark side of internal capital markets : divisional rent-seeking and inefficient investment", *Journal of Finance*, 55, 2537-2564.

Scherer F.M. (1988), "Corporate Takeovers : the Efficiency Arguments", *Journal of Economic Perspectives*, 2, 1, 69-82.

Shefrin H. (1999), *Behavioral corporate finance*, In *Beyond greed and fear : understanding behavioural finance and the psychology of investing*, Boston : Harvard Business School Press.

Shleifer A. (1985), "A theory of yardstick competition", *Rand Journal of Economics*, 16-3, 319-327.

Shleifer A. et Vishny R.W. (1989), "Management entrenchment : the case manager-specific investments", *Journal of Financial Economics*, 25, 123-139.

Schminke M., Ambrose ML et Cropanzano RS (2000), "The effect of organizational structure on perceptions of procedural fairness", *Journal of Applied Psychology*, 85, 294-304.

Skurnik et al. (2004), "How warnings about false claims because recommendations", *Journal of Consumer Research*,

Smith C. et Stulz R. (1985), "The Determinants of Firms' Hedging Policies", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 20, 391-405.

Smith C.W. et Watts R.L. (1992), "The investment opportunity set and corporate financing, dividend and compensation policies", *Journal of Financial Economics*, 32, 263-292.

Song M., Di Benedetto C.A. et Zhao Y.L. (1999), "Pioneering Advantages in Manufacturing and Service Industries: Empirical Evidence from Nine Countries," *Strategic Management Journal*, 20-9, 811-836.

Stein J.C. (1988), "Takeover threats and managerial myopia", *Journal of Political Economy*, 96, 1, 61-79.

Stein J.C. (1989), "Efficient capital markets, inefficient firms : a model of myopic corporate behavior", *The Quarterly Journal of Economics*, 104, 4, 655-669.

Stein J.C. (2002), "Information production and capital allocation : decentralized versus hierarchical firms", *Journal of Finance*, 52, 1891-1921.

Stevenson H. et Gumpert D. (1985), "The heart of entrepreneurship", *Harvard Business Review*, 63-2, 85-94.

Stulz R.M. (1996), "Rethinking Risk Management", *Journal of Applied Corporate Finance*, 9, 3, p. 8-24.

Teece D.G. (1987), *The Competitive Challenge: Strategies for Industrial Innovation and Renewal*, Ballinger, Cambridge, MA

VanderWerf P.A. et Mahon J.F. (1997), "Meta-analysis of the impact of research methods on findings of first-mover advantage", *Management Science*, 43, 1510-1519.

Van Horne J., *Financial Management and policy*, 5<sup>th</sup> ed. Englewood Cliffs, NJ ; Prentice Hall, 1980.

Yates J.F. et Stones E.R. (1992), *The Risk Construct, Risk-Taking Behavior*, JF Yates ed., NY, 1-25.

Zenger T.R. (1994), "Explaining organizational diseconomies of scale in R & D : agency problems and the allocation of engineering talent, ideas, and effort by firm size", *Management Science*, 40, 708-729.

Zenger T.R., Lazzarni S.G. et Poppo L. (2001), "Informal and formal organization in new institutional economics", *Advances in Strategic Management*, vol. 19, 1-43.

Zwiebel J. (1996), "Dynamic capital structure under manager entrenchment", *American Economic Review*, 86, 1197-1215.

Weinstein N. (1980), "Unrealistic Optimism about Future Life Events", *Journal of Personality and Social Psychology*, 39; 806-820.

Welch I. (2001), "The Top Achievements, Challenges, and Failures of Finance," Yale School of Management Working Papers ysm250, Yale School of Management.

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

Williamson O. (1993), "Transaction cost economics and organization theory", *Industrial and Corporate Change*, 2, 107-156.