

L'Impact de la négociation et des prises de contrôle sur l'ampleur de l'effet de cliquet

Gilles CHEMLA *

RÉSUMÉ. – Cet article considère une firme en relation de long-terme avec un acheteur possédant une information privée et analyse l'impact d'une menace de prise de contrôle sur la révélation d'information. Lorsque le bien n'est pas durable, la révélation d'information augmente l'espérance des profits futurs et favorise par là-même la prise de contrôle par un dirigeant possédant un pouvoir de négociation plus élevé que celui du dirigeant en place. La possibilité de prise de contrôle augmente alors le coût de l'acheteur à révéler son type, de telle sorte que le dirigeant en place est alors contraint soit à proposer un prix séparable plus bas, soit à se contenter d'un résultat semi-séparable. Dans le problème du monopole de bien durable, au contraire, la révélation d'information réduit l'espérance des profits futurs et décroît l'incitation à prendre le contrôle. (*JEL* D42, D82, G32, L14).

The Impact of Negotiation and Takeover Threats on the Magnitude of the Ratchet Effect

ABSTRACT. – This paper considers a long-term relationship between a firm and a privately informed trading partner, say a buyer, when both parties bargain over a price in each period and when a takeover may take place. When takeovers are ruled out, having high bargaining power increases the firm's likelihood to exploit information previously revealed by the buyer in subsequent contract offers. This decreases the price which the firm can offer to induce the buyer to reveal his type. The possibility of a takeover by a raider with a bargaining power higher than the incumbent manager's increases the cost of information revelation to the buyer. This in turn leads the incumbent manager either to further decrease the price she charges to induce information revelation or to charge a semi-separating price, in which case the takeover is less likely to take place. In contrast, in the durable good monopolist case, information revelation decreases expected future profits and hence the incentive for takeover so that the possibility of takeover favors information revelation. (*JEL* D42, D82, G32, L14)

* Gilles CHEMLA, THEMA (CNRS), University of British Columbia et Centre for Economic Policy Research, avril 1998. gilles.chemla@u-paris10.fr. Je tiens à remercier les rapporteurs pour la pertinence de leurs commentaires. Cet article est dédié à la mémoire de Maître Maurice CHEMLA.

1 Introduction

La littérature théorique sur les prises de contrôle a le plus souvent considéré des arguments basés sur des « synergies », des incitations fiscales et surtout plus récemment des situations d'aléa moral, avec notamment les idées que les menaces de prise de contrôle disciplinent les dirigeants ou salariés (voir GROSSMAN et HART [1980], SHLEIFER et VISHNY [1986] et SCHARFSTEIN [1988]) ou restreignent les possibilités de contrats implicites avec les salariés [Shleifer et SUMMERS [1988] et CHEMLA [1996]). Les rares contributions considérant des situations d'information asymétrique concernent généralement la révélation d'information *via* la prise de contrôle et ses caractéristiques (voir, e.g., ECKBO, GIAMMARINO et HEINKEL [1990], BROWN et RYNGAERT [1991] et NAGARAJAN [1995]). L'article présent, au contraire, considère l'effet de la possibilité d'une prise de contrôle – ne contenant aucune information particulière – sur la révélation d'information dans une relation de long-terme entre une partie non-informée et une autre partie possédant une information privée ¹.

Le célèbre effet de cliquet est une des résultantes particulièrement importantes de telles relations de long-terme : dans ce cas, les actions prises au début de la relation révèlent une information que la partie non informée utilisera plus tard dans des offres de contrat futures pour augmenter son profit au détriment de la partie informée. Ainsi, les parties informées peuvent être réticentes à dévoiler leur type tôt si la partie non informée ne les y incite pas, ce qui est souvent coûteux pour elle. L'obtention de la révélation d'information requiert alors que les offres de contrat de la partie non informée soient sujettes à la contrainte que les rentes informationnelles en cas de non révélation sont plus faibles que l'utilité de la partie informée si elle choisit de ne pas dévoiler son type. Par exemple, un salarié peut refuser de révéler une productivité élevée parce qu'il anticipe de futures demandes plus exigeantes et donc une perte de la rente informationnelle dans le futur. Un acheteur faisant face à plusieurs décisions d'achat successives est peu enclin à payer un prix élevé dans l'immédiat car il anticipe que le vendeur, après avoir appris qu'il est prêt à acheter à un prix élevé, choisira des prix plus élevés dans les périodes suivantes. Dans les deux cas, les profits de la firme sont réduits du fait que la partie informée adopte une stratégie à long terme.

Cet article analyse le rôle des négociations et de la possibilité de prise de contrôle dans une relation de long-terme entre une firme et un acheteur possédant une information privée sur la valeur qu'il accorde au bien, ci-après sa valorisation. Bien que les modèles d'anti-sélection dynamique considèrent

1. Dans d'autres domaines de la finance d'entreprise, l'article de BOLTON et SCHARFSTEIN [1990], bien que développé dans un cadre de contrats incomplets, peut être interprété comme un problème de conception de contrat financier optimal par un créateur faisant face à une firme possédant une information privée sur ses profits, constituant à ce titre une contribution à la littérature sur l'anti-sélection. Plus récemment, CHEMLA et FAURE-GRIMAUD [1996] ont montré qu'un niveau de dette élevé permettait à une partie non informée d'induire une partie possédant une information privée – avec laquelle elle est en relation de long-terme – à la révéler à moindre coût. En raison de la possibilité de liquidation associée à un niveau de dette élevé (même lorsque la renégociation est possible), la partie informée est contrainte de raisonner à plus court terme qu'en l'absence de dette.

généralement des offres à prendre ou à laisser de la part de la partie non informée, des effets importants apparaissent lorsque l'on considère un jeu de négociation un peu moins rudimentaire. Tout d'abord, un pouvoir de négociation important permet bien sûr de s'approprier une partie plus importante du surplus. Ensuite, la perspective d'avoir un pouvoir de négociation important dans le futur augmente la possibilité pour la firme d'utiliser par la suite l'information révélée par l'acheteur. La révélation de l'information est alors davantage nuisible à celui-ci. Cela est en fait coûteux pour la firme puisque pour induire la révélation d'information, elle doit proposer plus tôt un prix plus bas à l'acheteur pour le compenser. Ce prix peut devenir si bas que la firme préfère renoncer à proposer un prix induisant l'acheteur à révéler son type avec certitude. Un dirigeant avec un pouvoir de négociation faible est donc plus à même d'induire un acheteur à révéler son information privée.

La possibilité d'une prise de contrôle par un dirigeant avec un pouvoir de négociation plus élevé que le dirigeant en place renforce en fait cette difficulté d'induire la révélation d'information. L'acheteur peut alors être encore moins enclin à révéler son information que si le nouveau dirigeant potentiel dirigeait déjà la firme. En effet, révéler son type est alors plus coûteux pour l'acheteur puisque cela augmente le profit futur de la firme à son détriment et conduit à une prise de contrôle se caractérisant par un transfert de rente à la firme. Au contraire, une rétention d'information diminue le profit espéré de la firme et donc la désirabilité d'une prise de contrôle, conduisant parfois le nouveau dirigeant potentiel à renoncer à son projet.

Lorsque l'on considère l'autre célèbre problème d'anti-sélection dynamique, celui du monopole de bien durable, l'effet de la possibilité de la prise de contrôle sur les termes de la relation est en fait inversé. Dans le problème coasien du monopole de bien durable, une révélation d'information par l'acheteur à la valorisation élevée décroît l'espérance des profits futurs et par conséquent ici l'incitation à la prise de contrôle. La prise de contrôle ayant lieu lorsque cet acheteur ne révèle pas son type, sa possibilité favorise dans ce problème la révélation d'information. Alors que l'activité financière joue un rôle de rupture de contrats implicites dans le cas de l'effet de cliquet, il joue un rôle plus proche de celui de discipline dans le problème du monopole de bien durable.

Le modèle est exposé en section 2. La section 3 présente d'abord le rôle du jeu de négociation dans la révélation d'information. Ensuite, elle introduit la possibilité de prise de contrôle. La section 4 s'intéresse au problème de monopole de bien durable tandis que la section 5 conclut.

2 Le Modèle

Une firme F peut produire et vendre $q \in \{0,1\}$ unités d'un bien non durable à un acheteur aux périodes 1 et 2². Son coût de production est 0. L'acheteur possède une information privée sur la valeur $v \in \{v_l, v_h\}$ qu'il

2. La non durabilité du bien implique que la décision d'acheter le bien est répétée en période 2 quelle que soit la décision de l'acheteur en période 1.

accorde au bien, avec $v_h > v_l > 0$. Initialement, il est de « connaissance » publique que $v = v_h$ avec probabilité λ_1 . Nous faisons l'hypothèse usuelle que, comme dans les modèles d'anti-sélection statique (e.g. MASKIN et RILEY [1984]), la firme préfère vendre le bien au prix v_h avec probabilité λ_1 que le vendre au prix v_l avec probabilité 1, i.e. $\lambda_1 > \bar{\lambda} \equiv v_l/v_h$.

A chaque période, le jeu de négociation quant au prix du bien est modélisé comme suit : avec probabilité α_d , appelée le pouvoir de négociation du dirigeant, celui-ci fait à l'acheteur une offre de prix à prendre ou à laisser. Avec probabilité $1 - \alpha_d$, l'acheteur fait une offre à prendre ou à laisser au dirigeant.

La négociation (stylisée) reflète par exemple celle de gros contrats. Plusieurs facteurs peuvent affecter les pouvoirs de négociation. Par exemple, une technologie de production rendant difficile l'entrée en jeu d'un concurrent dans le futur est à même d'augmenter la capacité de la firme à extraire des rentes de monopole. La concentration de la structure de propriété est susceptible d'augmenter le pouvoir de négociation de la firme, un plus gros actionnaire étant prêt à allouer plus de ressources à la négociation puisqu'il a plus à y gagner³.

Par désir de simplicité, nous supposons qu'il est impossible de signer des contrats de long-terme⁴. Par exemple, on pourra considérer qu'écrire un contrat spécifiant toutes les clauses possibles est prohibitivement coûteux (en supposant qu'il existe a priori plusieurs états de la nature possibles en période 2) ou encore que la firme pourrait s'engager jusqu'en fin de période 1 dans des manipulations comptables de façon à prétendre que ses coûts de production sont extrêmement élevés.

Les dirigeants capables de tenir les rênes de la firme peuvent être de deux types: Le type B , auquel cas le dirigeant possède un pouvoir de négociation α_B , et le type E lui conférant un pouvoir de négociation $\alpha_E > \alpha_B$. Le type d'un dirigeant est connu par tous les agents. Pour simplifier, nous supposons que le dirigeant en place est de type B . En fin de période 1, un autre dirigeant peut prendre le contrôle de la firme à un coût $C > 0$. Nous supposons qu'un nouveau dirigeant posséderait la même information que le dirigeant en place, soit parce qu'il peut observer les prix ou la transaction, soit parce que l'information lui serait révélée par le dirigeant en place lors de la prise de contrôle. Pour comprendre les raisons pour lesquelles les dirigeants peuvent avoir des pouvoirs de négociation différents, on pourra considérer que le dirigeant E possède un nombre d'actions après une prise de contrôle plus grand que le dirigeant en place auparavant ou encore que ses autres activités ou sa technologie de production diminuent la possibilité qu'un concurrent entre dans l'industrie avant la fin du jeu.

La séquence des événements est donc comme suit :

3. Dans un jeu de négociation plus sophistiqué, ils peuvent refléter les degrés d'impatience relative des agents ou la probabilité que la transaction ne puisse se faire si les négociations durent trop longtemps.

4. En raison de contraintes de renégociation, de tels contrats de long terme seraient eux aussi caractérisés par des effets similaires à ceux développés ici. Le lecteur intéressé pourra notamment lire à ce sujet le chapitre 10 de l'ouvrage de LAFFONT et TIROLE [1993].

• En période 1, le dirigeant de la firme et l'acheteur négocient un prix correspondant à la vente d'une unité. Si les deux parties trouvent un accord, la transaction prend place selon les termes de l'accord. Sinon, les deux parties obtiennent 0. Ensuite, le contrôle de la firme peut être transféré à un autre dirigeant au coût C .

• En période 2, le dirigeant alors en place et l'acheteur négocient un nouveau prix. Si aucun accord n'est trouvé, les deux parties obtiennent 0. Sinon, la production du bien et son échange respectent les termes de l'accord.

Un Equilibre Bayésien Parfait est caractérisé par :

i) une séquence d'offres de prix $\{d_1, d_2\}$ par le dirigeant caractérisant sa stratégie, de façon conditionnelle à ses croyances à propos du type de l'acheteur. Une séquence de décisions par l'acheteur d'accepter ces offres ou non. Nous notons $x_t^i(d_t)$ la probabilité que l'acheteur de type $i \in \{l, h\}$ accepte une offre d_t ($t = 1, 2$).

ii) une séquence d'offres de prix $\{a_1, a_2\}$ par l'acheteur. Une séquence de décisions par le dirigeant en place d'accepter ces offres ou non.

iii) une distribution de probabilité définissant les croyances du dirigeant de la firme quant à la valorisation de l'acheteur déduite de stratégies d'équilibre et utilisant la règle de Bayes. Les croyances sont donc représentées par λ_1 en période 1 et par $\lambda_2(I)$ en période 2, où I est l'information obtenue sur l'acheteur à l'issue de la première période, c'est-à-dire soit a_1 , soit $x_1 = 0$ (rejet de l'offre d_1), soit $x_1 = 1$ (acceptation de l'offre d_1).

iv) une décision par le dirigeant en place en période 1 de proposer un prix pour une prise de contrôle et une décision pour le dirigeant potentiel de l'accepter ou non.

Les modalités du jeu de prise de contrôle n'importent en fait pas pour l'analyse qui suit. Cependant, les études empiriques semblent indiquer que dans la majorité des prises de contrôle, la quasi-totalité du surplus va au vendeur (JARRELL *et al* [1988]), ce qui corrobore l'hypothèse d'un jeu de négociation où le vendeur possède tout le pouvoir de négociation par rapport à l'acquéreur⁵.

3 L'Effet de la possibilité de prise de contrôle sur la révélation d'information

Cette section présente l'effet du jeu de négociation sur la révélation d'information d'abord en l'absence de possibilité de prise de contrôle, puis en sa présence.

5. Ce modèle combine des ingrédients de FUDENBERG et TIROLE [1983], HART et TIROLE [1988] et CHEMLA [1996].

3.1. L'Effet du pouvoir de négociation du dirigeant sur la révélation d'information en l'absence de prise de contrôle

Par souci de clarté, nous ignorons pour l'instant la possibilité de prise de contrôle. Nous procédons par induction à rebours. Dans le cas où l'acheteur fait une offre à prendre ou à laisser à la firme en période 2, celle-ci l'accepte dès que le prix proposé est au moins égal à son utilité de réservation. L'acheteur offre donc 0 et la firme n'obtient aucune rente. Dans le cas où l'offre est faite par la firme, la stratégie de l'acheteur de type $i \in \{l, h\}$ en période 2 est:

$$(1) \quad x_2^i(d_2) = \begin{cases} 1 & \text{si } d_2 \leq V_i \\ 0 & \text{sinon} \end{cases}$$

Soit $\lambda_2(d_1)$ la probabilité que $i = h$ sachant que d_1 a été rejeté. La firme joue :

$$(2) \quad d_2(\lambda_2) = \begin{cases} v_h & \text{si } \lambda_2 v_h > v_l \\ v_l & \text{sinon} \end{cases}$$

La firme proposera avec probabilité α_d le prix d_2 , ce qui la gratifie d'une espérance de profit égale à $\alpha_d \delta \max\{\lambda_2(d_1)v_h, v_l\}$.

Nous analysons maintenant les stratégies sur le marché du produit en période 1. Dans le cas où l'acheteur fait l'offre, celle-ci doit satisfaire:

$$(3) \quad a_1 + \alpha_d \delta \max\{\lambda_2(a_1)v_h, v_l\} \geq \alpha_d \delta \max\{\lambda_2(a_1)v_h, v_l\}$$

Que l'offre a_1 révèle de l'information ou non sur le type de l'acheteur, cette information est acquise par la firme et l'espérance de profit en période 2 est identique qu'elle décide d'accepter l'offre ou non. Donc, elle accepte toute offre $a_1 \geq 0$. A l'équilibre, quel que soit son type, l'acheteur fait une offre $a_1 = 0$ qui ne révèle donc aucune information, ce qui implique $\lambda_2(a_1) = \lambda_1$ et une espérance de profit de la firme en période 2 égale à $\alpha_d \delta \lambda_1 v_h$.

Lorsque l'offre est faite par la firme, puisque celle-ci ne proposera jamais un prix inférieur à v_l en période 2, l'acheteur de type l ne peut espérer aucun surplus additionnel s'il ne révèle pas son information. Sa stratégie est donc:

$$(4) \quad x_1^l(d_1) = \begin{cases} 1 & \text{si } d_1 \leq v_l \\ 0 & \text{sinon} \end{cases}$$

En fait, si $d_1 = v_l$, alors l'acheteur accepte l'offre avec probabilité 1 quel que soit son type. Les cas les plus intéressants sont donc ceux où $d_1 > v_l$. Un acheteur de type h accepte alors l'offre d_1 si, et seulement si, il espère une utilité au moins aussi grande en acceptant que s'il rejetait l'offre (et mimait un acheteur de type l). Il accepte avec probabilité 1 l'offre du dirigeant en place en période 1 si et seulement si $\{d_1, d_2, a_2\}$ satisfont :

$$(5) \quad v_h - d_1 + \alpha_d \delta [v_h - d_2(\lambda_2(x_1 = 1))] + (1 - \alpha_d) \delta (v_h - a_2) \\ \geq \delta [\alpha_d (v_h - d_2(\lambda_2(x_1 = 1))) + (1 - \alpha_d) (v_h - a_2)]$$

Lorsque l'offre d_1 respecte cette condition et qu'elle est supérieure à v_l , l'acheteur de type h accepte avec probabilité 1 et l'acheteur de type l refuse

avec probabilité 1. Les croyances de la firme ex post sont donc $\lambda_2 = 1$ si l'acheteur de type h achète et $\lambda_2 = 0$ s'il n'achète pas. En d'autres termes, l'équilibre est séparable. Donc, $d_2(\lambda_2(x_1 = 1)) = v_h$ et $d_2(\lambda_2(x_1 = 0)) = v_l$. Puisqu' $a_2 = 0$ dans tous les cas, le prix séparable offert par la firme en période 1 est égal à :

$$(6) \quad \widehat{d}_1(\alpha_d) = v_h - \delta\alpha_d(v_h - v_l)$$

Notons d'ores et déjà que le prix séparable que l'acheteur de type h accepte lorsqu'il anticipe qu'il sera sous le contrôle d'un dirigeant d en période 2 est une fonction décroissante en α_d . Plus le pouvoir de négociation du dirigeant en place en période 2 est grand, plus la rente informationnelle que l'acheteur de type h peut espérer obtenir en mimant un acheteur de type l est importante et plus il est coûteux pour le dirigeant en période 1 de l'inciter à révéler son information.

Considérons maintenant le cas où la firme choisit d'offrir un prix supérieur à \widehat{d}_1 . Dans ce cas, seuls des équilibres semi-séparateurs (où l'acheteur de type h randomise) peuvent exister. A l'équilibre, l'acheteur de type h doit être indifférent entre accepter et rejeter une offre d_1 . Si nous notons $\sigma_2 = \text{Prob}\{d_2 = v_l\}$, cela requiert $v_h - d_1 = \delta\sigma_2\alpha_d(v_h - v_l)$ ⁶. Ce type d'équilibre requiert que la firme soit indifférente entre choisir $d_2 = v_l$ et $d_2 = v_h$ ⁷. Donc, la probabilité x qu'un acheteur de type h accepte d'acheter au prix d_1 en première période doit satisfaire $\lambda_2 v_h = v_l$ avec λ_2 donné suivant la règle de Bayes :

$$(7) \quad \lambda_2 = \frac{\lambda_1(1-x)}{\lambda_1(1-x) + (1-\lambda_1)} = \frac{v_l}{v_h} = \bar{\lambda}$$

ce qui implique que $\lambda_1 x = (\lambda_1 - \bar{\lambda})/(1 - \bar{\lambda})$. Si l'acheteur de type h rejette l'offre de la firme, le profit espéré de celle-ci en période 2 est $\delta\alpha_d[\sigma_2 v_l + (1 - \sigma_2)\lambda v_h] = \delta\alpha_d v_l$. Comme ce profit ne dépend pas du prix proposé, lequel n'affecte pas x , la firme offre en période 1 le prix le plus élevé que l'acheteur de type h accepte, c'est-à-dire $d_1 = v_h$. Ce prix correspond à $\sigma_2 = 0$ ⁸. Donc, les utilités espérées séparatrices et semi-séparatrices de la firme peuvent être écrites⁹ :

$$(8) \quad U_d^s \equiv \alpha_d[\lambda_1(\widehat{d}_1 + \alpha_d \delta v_h) + (1 - \lambda_1)\alpha_d \delta v_l] + (1 - \alpha_d)\alpha_d \delta \lambda_1 v_h \\ = \alpha_d[\lambda_1 v_h + \alpha_d \delta v_l] + (1 - \alpha_d)\alpha_d \delta \lambda_1 v_h$$

6. Si le premier terme était supérieur au second, l'acheteur de type h préférerait refuser l'offre d_1 . Ainsi, aucune information ne serait révélée et la firme choisirait $d_2 = v_h$ avec probabilité 1, auquel cas le second terme serait nul. Ce résultat ne serait compatible pour aucun $d_1 \leq v_h$. Si le second terme était strictement plus grand que le premier, l'acheteur de type h préférerait strictement accepter l'offre, ce qui inciterait la firme à choisir $d_2 = v_l$ avec probabilité 1. Ce résultat est incompatible avec l'hypothèse que $d_1 > \widehat{d}_1$.

7. Si $d_2 = v_h$ avec probabilité 1, alors pour tout $d_1 < v_h$ l'acheteur préfère strictement révéler son information privée en période 1. Si $d_2 = v_l$ avec probabilité 1, alors (puisque $d_1 \leq \widehat{d}_1$) l'acheteur préfère strictement ne pas révéler son information en première période.

8. En d'autres termes, puisque la firme ne laisse aucune rente à l'acheteur de type h en période 1, le fait que l'acheteur doive être indifférent requiert qu'elle ne lui laisse aucune rente non plus en période 2.

9. Nous appelons ici séparatrice et semi-séparatrice les utilités où la firme offre respectivement un prix séparable et semi-séparable dans le cas elle propose effectivement un prix en période 1.

$$(9) \quad U_d^{ss} \equiv \alpha_d[\lambda_1 x(d_1 + \alpha_d \delta v_h) + (1 - \lambda_1 x)\alpha_d \delta v_l] + (1 - \alpha_d)\alpha_d \delta \lambda_1 v_h$$

$$= \alpha_d \left[\frac{\lambda_1 - \bar{\lambda}}{1 - \bar{\lambda}} v_h (1 + \alpha_d \delta) + \frac{1 - \lambda_1}{1 - \bar{\lambda}} \delta \alpha_d v_l \right] + (1 - \alpha_d)\alpha_d \delta \lambda_1 v_h$$

où les exposants s et ss signifient respectivement séparateur et semi-séparateur, respectivement. Puisque $\lambda_1 > v_l/v_h$, l'utilité que la firme obtiendrait si elle ne tentait pas de déterminer le type de l'acheteur en période 1, $U_d^p \equiv \alpha_d[v_l + \delta \lambda_1 v_h]$, est toujours inférieure à l'utilité séparatrice. Après quelques opérations complémentaires, nous obtenons donc :

PROPOSITION 1 : Il existe $\hat{\lambda}_1(\alpha_d) \in]0, 1[$ tel que l'équilibre est séparateur avec $d_1 = \hat{d}_1$ lorsque $\lambda_1 \leq \hat{\lambda}_1(\alpha_d)$ et l'équilibre est semi-séparateur sinon. $\hat{\lambda}_1$ est décroissante en α_d et satisfait :

$$(10) \quad \hat{\lambda}_1(\alpha_d) = \frac{v_l + \bar{\lambda} \delta \alpha_d (v_h - v_l)}{v_l + \delta \alpha_d (v_h - v_l)}$$

Lorsque λ_1 augmente, la probabilité qu'un acheteur de type h accepte l'offre de la firme dans le cas semi-séparateur croît aussi. En effet, λ_2 décroît lorsque x augmente. Une augmentation de λ_1 incite donc l'acheteur à choisir un x plus élevé pour s'assurer que le rejet de l'offre de la firme entraîne $\lambda_2 = \bar{\lambda}$. Ainsi, la probabilité qu'une offre d_1 soit acceptée par un acheteur augmente plus vite avec λ_1 dans le cas semi-séparateur que dans le cas séparateur. Il est donc naturel qu'un plus grand λ_1 favorise un résultat semi-séparateur, la différence entre les deux équilibres possibles se faisant bien sûr lorsque la firme fait l'offre en première période.

Derrière l'observation que U_d^s augmente avec α_d , il faut voir plusieurs effets conflictuels : d'une part, un grand pouvoir de négociation confère à la firme une grande probabilité de faire l'offre d_1 et donc de s'appropriier un profit plus élevé. Néanmoins, il incite la firme à baisser le prix de première période nécessaire pour induire l'acheteur de type h à révéler son type et rend donc plus coûteuse la révélation d'information. D'autre part, lorsque son pouvoir de négociation (en première période) diminue, la firme est moins susceptible de conduire l'acheteur à révéler son information. Or, lorsque l'offre de première période est faite par l'acheteur, la firme fait une offre égale à v_h en deuxième période (comme dans le cas statique). Le deuxième effet étant absent d'un résultat semi-séparateur, il est naturel qu'une augmentation de α_d soit plus bénéfique lors d'un équilibre semi-séparateur que dans un équilibre séparateur.

En l'absence de considérations stratégiques dues à la possibilité de prise de contrôle, la stratégie d'équilibre de la firme est d'accepter toute offre positive de l'acheteur lorsque celui-ci fait une offre à prendre ou à laisser et de choisir un prix d_1 conduisant à un résultat soit séparateur soit semi-séparateur selon la valeur de λ_1 . En raison du rôle stratégique du pouvoir de négociation dans l'équilibre séparateur, un pouvoir moins élevé permet à une firme d'être plus à même de choisir un prix séparateur et d'induire l'acheteur à révéler son

information avec certitude à moindre coût.

3.2. Introduction de la possibilité de prise de contrôle

La décision de prendre le contrôle de la firme dépend de l'équilibre que le nouveau dirigeant potentiel anticipe sur le marché du produit. En début de période 2, le dirigeant en place à la période 2 anticipe un profit espéré $\pi_2^d = \alpha_d \max\{\lambda_2 v_h, v_l\}$, avec $d \in \{B, E\}$. Ceci implique qu'étant donné le coût C attaché à une prise de contrôle, seul E peut être tenté de prendre le contrôle de la firme ¹⁰. Il le fera si, et seulement si ¹¹ :

$$(11) \quad (\alpha_E - \alpha_B)\delta \max\{\lambda_2 v_h, v_l\} > C$$

Rappelons que les croyances possibles du dirigeant en période 2 sont que l'acheteur est de type h avec probabilité :

- $\lambda_2 = 0$ ou $\lambda_2 = \bar{\lambda}$. Elles conduisent alors à un profit espéré égal à v_l ;
- $\lambda_2 = \lambda_1$, l'espérance du profit en période 2 étant alors $\alpha_d \delta \lambda_1 v_h$;
- $\lambda_2 = 1$, auquel cas l'espérance du profit égale $\alpha_d \delta v_h$.

Notons $\Delta a \equiv \alpha_E - \alpha_B$. Clairement, si $C \geq \Delta a \delta v_h$, prendre le contrôle n'apporterait aucun gain à E . Elle n'a donc pas lieu et n'affecte pas l'équilibre sur le marché du produit. Si $C < \delta a \Delta v_l$, la prise de contrôle a lieu que l'acheteur soit de type l ou h et quel que soit l'équilibre sur le marché du produit. Nous concentrons notre analyse au cas plus intéressant où la décision par E de prendre le contrôle ou non dépend de l'équilibre sur le marché du produit, c'est-à-dire $\Delta a \delta v_l \leq C < \Delta a \delta v_h$. Dans cet intervalle, il faut encore distinguer les cas $\Delta a \delta \lambda_1 v_h \leq C < \Delta a \lambda_1 \delta v_h$ où la prise de contrôle a lieu lorsque $\lambda_2 = \lambda_1$, *i.e.* après une offre de l'acheteur en première période et $\Delta a \lambda_1 \delta v_h \leq C < \Delta a \delta v_h$ ou la prise de contrôle n'a lieu que lorsque $\lambda_2 = 1$. Ces deux cas affectent de façon identique la révélation d'information quand la firme fait l'offre en première période. Sans perte de généralité, nous nous restreignons donc au cas où :

$$(12) \quad \Delta a \delta \lambda_1 v_h \leq C < \Delta a \delta v_h$$

Clairement, les stratégies en période 2 ne sont pas modifiées par rapport à la sous-section précédente. Par ailleurs, toute prise de contrôle est impossible si l'acheteur est de type l . La décision de celui-ci sur le marché du produit n'est pas affectée par rapport à la section précédente.

En revanche, la stratégie de l'acheteur de type h face à une offre d'_1 est modifiée. Celui-ci anticipe qu'une révélation d'information entraînera une prise de contrôle. Pour qu'il accepte de révéler son type avec probabilité 1, le prix proposé par la firme en période 1 doit maintenant satisfaire (*cf.* équation (5)) :

$$(13) \quad v_h - d'_1 + (1 - \alpha_E)\delta v_h > \alpha_B \delta (v_h - d'_2(\lambda_2(x_1 = 0))) + (1 - \alpha_B)\delta v_h$$

10. S'il y avait un continuum de types avec des pouvoirs de négociation dans l'intervalle $[\alpha_B, \alpha_E]$, alors le dirigeant avec le pouvoir de négociation le plus élevé aurait la plus grande valorisation et prendrait le contrôle de la firme en fin de période 1.

11. Le prix auquel s'effectue le rachat des actions du dirigeant en place n'affecte pas l'analyse du moment qu'il concède au nouveau dirigeant un surplus au moins égal à C .

Le prix choisi par la firme pour obtenir un résultat séparable vérifie donc :

$$(14) \quad \tilde{d}_1(\alpha_B) = v_h - \alpha_B \delta(v_h - v_l) - (\alpha_E - \alpha_B) \delta v_h = v_h + \alpha_B \delta v_l - \alpha_E \delta v_h$$

Ce prix est inférieur à celui où les prises de contrôle sont impossibles. La prise de contrôle que déclenche une révélation d'information rend celle-ci plus coûteuse pour l'acheteur qui doit donc être compensé par une offre de prix en première période plus basse. Par ailleurs, ce prix croît maintenant en fonction de α_B et décroît en fonction de α_E . Puisque la rente additionnelle que s'approprierait le nouveau dirigeant augmente avec $\alpha_E - \alpha_B$, augmenter cette grandeur augmenterait également la perte d'utilité future due à une révélation d'information, ce qui doit être reflété par une offre de prix de la firme encore plus basse. En outre, $\tilde{d}_1(\alpha_B, \alpha_E) < \tilde{d}_1(\alpha_E)$. Cela s'explique par le fait que l'acheteur compare ce qu'il obtiendrait avec E s'il révèle son type à ce qu'il s'approprierait avec B s'il gardait le secret. La perte d'utilité suivant une révélation est donc plus grande. Notons néanmoins que $\tilde{d}_1(\alpha_B, \alpha_E)$ est toujours plus grand que v_l .

Si l'acheteur joue une stratégie mixte, le profit espéré de la firme en période 2 est comme dans la section précédente égal à δv_l . Le prix semi-séparable est donc identique à celui de la section précédente, c'est-à-dire $d'_1 = v_h$. Les utilités espérées séparatrices et semi-séparatrices de la firme peuvent être écrites :

$$(15) \quad U_B^{S'} = \alpha_B[\lambda_1(\tilde{d}_1 + \alpha_E \delta v_h) + (1 - \lambda_1)\alpha_B \delta v_l] + (1 - \alpha_B)\alpha_B \delta \lambda_1 v_h \\ = \alpha_B[\lambda_1 v_h + \alpha_B \delta v_l] + (1 - \alpha_B)\alpha_B \delta \lambda_1 v_h$$

$$(16) \quad U_B^{SS'} = \alpha_B[\lambda_1 x(v_h + \alpha_E \delta v_h) + (1 - \lambda_1 x)\alpha_B \delta v_l] + (1 - \alpha_B)\alpha_B \delta \lambda_1 v_h \\ = \alpha_B \left[\frac{\lambda_1 - \bar{\lambda}}{1 - \bar{\lambda}} v_h (1 + \delta \alpha_E) + \frac{1 - \lambda_1}{1 - \bar{\lambda}} \alpha_B \delta v_l \right] + (1 - \alpha_B)\alpha_B \delta \lambda_1 v_h$$

Nous obtenons donc :

PROPOSITION 2 : Il existe $\tilde{\lambda}_1(\alpha_B, \alpha_E) \in]\bar{\lambda}, 1[$ tel que le manager en place en période 1 choisit un prix séparable $\tilde{d}_1(\alpha_E, \alpha_B) < \tilde{d}_1(\alpha_B)$ lorsque $\lambda_1 \leq \tilde{\lambda}_1(\alpha_B, \alpha_E)$ et un prix semi-séparable égal à v_h sinon. $\tilde{\lambda}_1$ croît avec α_B , décroît avec α_E et satisfait :

$$(17) \quad \tilde{\lambda}_1(\alpha_B, \alpha_E) = \frac{v_l + \delta \bar{\lambda}(\alpha_E v_h - \alpha_B v_l)}{v_l + \delta(\alpha_E v_h - \alpha_B v_l)} < \hat{\lambda}_1(\alpha_E) < \hat{\lambda}_1(\alpha_B)$$

La prise de contrôle a lieu avec probabilité λ_1 si $\lambda_1 \leq \tilde{\lambda}_1(\alpha_B, \alpha_E)$ et avec probabilité $\frac{\lambda_1 - \bar{\lambda}}{1 - \bar{\lambda}}$ sinon. Non seulement sa menace contraint le dirigeant à diminuer son prix séparable si $\lambda_1 < \tilde{\lambda}_1(\alpha_B, \alpha_E)$, mais encore elle le contraint à choisir un prix semi-séparable là où il aurait choisi un prix séparable en son absence lorsque $\tilde{\lambda}_1(\alpha_B, \alpha_E) < \lambda_1 \leq \hat{\lambda}_1(\alpha_B)$.

L'utilité séparatrice ne dépend pas de α_E , l'effet d'un plus faible prix séparable compensant exactement la rente additionnelle de la firme en période 2

consécutives à une révélation d'information suivie de la prise de contrôle. Par contre, les stratégies de l'utilité semi-séparatrice étant identiques à celles de la section précédente, la prise de contrôle augmente cette utilité du fait de cette rente additionnelle. Il est donc naturel que l'utilité semi-séparatrice soit plus élevée que l'utilité séparatrice pour un plus grand nombre de valeurs de λ_1 que dans la sous-section précédente. Le fait que $\widehat{\lambda}_1(\alpha_B, \alpha_E) < \widehat{\lambda}_1(\alpha_E)$ est dû à l'anticipation par l'acheteur de type h qu'il sera sous le contrôle de B s'il ne révèle pas son information et sous celui de E s'il la dévoile.

Si la possibilité de prise de contrôle (ainsi que, dans la sous-section précédente, une augmentation du pouvoir de négociation du dirigeant) n'a qu'un effet purement redistributif lorsqu'elle n'affecte pas la nature de l'équilibre, elle est socialement coûteuse lorsqu'elle induit B à choisir un prix semi-séparateur alors qu'il aurait choisi un prix séparateur dans un environnement sans prise de contrôle. En effet, elle conduit l'acheteur de type h à n'acheter le bien en période 1 qu'avec probabilité x alors qu'il l'aurait acheté avec probabilité 1 sinon.

4 Le Monopole de bien durable

Supposons maintenant que le bien acheté est durable. En d'autres termes, une unité achetée en période 1 est aussi consommable par l'acheteur en période 2 avec la même valeur qu'en période 1 (en tenant compte du facteur d'escompte).

Clairement, les stratégies de période 2 sont les mêmes que le bien soit durable ou non. Oublions momentanément la possibilité de prise de contrôle. En période 1, lorsque l'acheteur fait une offre, l'accepter conduit maintenant la firme à renoncer à toute rente dans le futur. Par contre, si elle refuse cette offre, la firme sera créditée d'une espérance de profit égale à $\alpha_d \delta \max\{\lambda_2(a_1'')v_h, v_l\}$. L'offre de l'acheteur doit donc maintenant satisfaire $a_1'' \geq \alpha_d \delta \max\{\lambda_2(a_1'')v_h, v_l\}$. Etant donné que les deux types d'acheteurs offrent un prix qui sature cette contrainte, leur offre ne révèle aucune information et vérifie :

$$(18) \quad a_1'' = \alpha_d \delta \lambda_1 v_h$$

En période 1, la stratégie de l'acheteur de type l face à une offre d_1'' s'écrit maintenant :

$$(19) \quad x_1'''(d_1) = \begin{cases} 1 & \text{if } d_1 \leq v_l \\ 0 & \text{sinon} \end{cases}$$

Le prix maximal auquel l'acheteur de type h accepte l'offre de la firme avec probabilité 1 est caractérisé par

$$(20) \quad v_h(1 + \delta) - \widehat{d}_1' = \alpha_d \delta (v_h - v_l) + (1 - \alpha_d) \delta v_h : \\ \widehat{d}_1'(\alpha_d) = v_h + \delta \alpha_d v_l$$

Maintenant, le prix séparateur augmente avec le pouvoir de négociation du dirigeant. La rente à laquelle l'acheteur renonce en révélant son type est $\delta(v_h - \alpha_d v_l)$. Elle diminue lorsque α_d augmente, ce qui permet à un diri-

geant avec un fort pouvoir de négociation de proposer un prix séparateur plus élevé. En procédant par ailleurs de manière analogue à la section précédente, on obtient un prix semi-séparateur égal à $v_h(1 + \delta)$ et des utilités égales à :

$$(21) \quad U_d^{s''} \equiv \alpha_d[\lambda_1 \widehat{d}'_1(\alpha_d) + (1 - \lambda_1)\alpha_d \delta v_l] + (1 - \alpha_d)\alpha_d \delta \lambda_1 v_h \\ = \alpha_d[\lambda_1 v_h + \alpha_d \delta v_l] + (1 - \alpha_d)\alpha_d \delta \lambda_1 v_h$$

$$(22) \quad U_d^{ss''} \equiv \alpha_d \left[\frac{\lambda_1 - \bar{\lambda}}{1 - \bar{\lambda}} v_h (1 + \delta) + \frac{1 - \lambda_1}{1 - \bar{\lambda}} \delta \alpha_d v_l \right] + (1 - \alpha_d)\alpha_d \delta \lambda_1 v_h$$

L'équilibre est séparateur si $\lambda_1 \leq \widehat{\lambda}'_1(\alpha_d)$ et semi-séparateur sinon ; $\widehat{\lambda}''_1(\alpha_d)$ croît en fonction de α_d et vérifie :

$$(23) \quad \widehat{\lambda}''_1 = \frac{v_l(1 + \delta) - \bar{\lambda} \delta \alpha_d v_l}{v_l + \delta v_h - \delta \alpha_d v_l}$$

Quel rôle joue la possibilité d'une prise de contrôle dans ces circonstances ? Notons d'abord que les espérances de profit de seconde période sont respectivement égales à $\alpha_d \delta v_l$ lorsque les croyances du dirigeant sont $\lambda_2 = 0$ et $\lambda_2 = \bar{\lambda}$ et à 0 lorsque $\lambda_2 = \lambda_1$ et $\lambda_2 = 1$ (puisque le bien est alors déjà vendu). Ainsi, la prise de contrôle, qui ne peut avoir lieu que si l'acheteur n'a pas acheté le bien en première période, peut affecter la stratégie des agents lorsque $0 < C' < \Delta a \delta \lambda_1 v_h$. La différence entre les configurations $0 < C' < \Delta a \delta v_l$ et $\Delta a \delta v_l < C' < \Delta a \delta \lambda_1 v_h$ est que dans le deuxième cas, la possibilité de prise de contrôle affecte le prix offert par l'acheteur en première période puisqu'un rejet de la firme conduirait à une prise de contrôle et un profit espéré en seconde période plus élevé. Cette différence n'affecte pas le choix entre les équilibres séparateur et semi-séparateurs. Notre analyse peut donc se restreindre au cas :

$$(24) \quad 0 < C' < \Delta a \delta v_l$$

Dans ce cas, la prise de contrôle ne peut avoir lieu que si une offre de prix séparateur ou semi-séparateur par la firme n'a pas été acceptée. Dans ce cas, le nouveau prix séparateur et les utilités de B s'écrivent alors :

$$(25) \quad \widetilde{d}'_1(\alpha_E) = v_h + \delta \alpha_E v_l$$

$$(26) \quad U_B^{s''' } \equiv \alpha_B[\lambda_1 v_h + \alpha_E \delta v_l] + (1 - \alpha_B)\alpha_B \delta \lambda_1 v_h$$

$$(27) \quad U_B^{ss''' } \equiv \alpha_B \left[\frac{\lambda_1 - \bar{\lambda}}{1 - \bar{\lambda}} v_h (1 + \delta) + \frac{1 - \lambda_1}{1 - \bar{\lambda}} \delta \alpha_E v_l \right] + (1 - \alpha_B)\alpha_B \delta \lambda_1 v_h$$

PROPOSITION 3 : L'équilibre sur le marché du produit est séparateur si $\lambda_1 \leq \widehat{\lambda}'_1(\alpha_E)$ et semi-séparateur sinon. La possibilité de prise de contrôle par E permet à B de choisir un prix séparateur :

- plus élevé qu'en l'absence de prise de contrôle lorsque $\lambda_1 \leq \widehat{\lambda}'_1(\alpha_B)$;
- alors que l'équilibre aurait été semi-séparateur dans l'intervalle $\widehat{\lambda}'_1(\alpha_B) < \lambda_1 \leq \widehat{\lambda}'_1(\alpha_E)$.

Etant donné que le prix séparateur ne dépend que de α_E et que ne pas acheter en période 1 déclenche une prise de contrôle, il est naturel que le seuil

ne dépende pas de α_B . La prise de contrôle ayant ici lieu si l'acheteur de type h n'a pas révélé son information, elle constitue un mécanisme d'incitation en jouant un rôle de « bâton ». Ainsi, il est naturel que ses effets soient inversés par rapport à ceux de la section précédente.

Ici la possibilité de prise de contrôle n'est que redistributive lorsqu'elle n'affecte pas la nature de l'équilibre, mais, contrairement à la section précédente elle est socialement désirable lorsqu'elle incite B à choisir un prix séparateur pour des valeurs de λ_1 où il aurait choisi un prix semi-séparateur en son absence.

5 Conclusion

Cet article a étudié l'impact de la négociation et de la possibilité de prise de contrôle sur l'ampleur de l'effet de cliquet et du problème coasien du monopole de bien durable. Lorsque le bien est non durable, un pouvoir de négociation élevé permet au dirigeant de s'approprier une plus grande partie de la rente informationnelle de l'acheteur en période 2. Cela peut en fait être nuisible à la révélation d'information dans la mesure où le dirigeant doit en conséquence soit offrir un prix plus bas pour inciter l'acheteur à révéler son information avec certitude soit préférer un prix semi-séparateur. La menace d'une prise de contrôle par un dirigeant avec un pouvoir de négociation plus élevé peut de ce point de vue s'avérer encore pire que si ce dirigeant était déjà en place au début de la relation. Si l'acheteur avec une valorisation élevée le révèle, il s'expose à une perte de sa rente informationnelle encore plus élevée sous le nouveau dirigeant, ce qu'il compare à une négociation dans de meilleurs termes avec le dirigeant en place en période 1 s'il ne dévoile pas son type. Par contre, lorsque le bien est durable, la prise de contrôle est plus susceptible de se produire lorsque l'information n'est pas révélée. Elle augmente donc l'incitation de l'acheteur à acheter le bien tôt à un prix donné et par là-même la possibilité pour le dirigeant soit de proposer un prix séparateur plus élevé soit de choisir un prix séparateur là où il aurait choisi un prix semi-séparateur sinon. La possibilité d'une prise de contrôle est (faiblement) socialement désirable dans le cas du monopole de bien durable et nuisible au surplus social lorsque le bien n'est pas durable.

Bien que leur mécanisme soit très différent, les effets développés conduisent à des résultats proches dans l'esprit des deux principaux arguments de la littérature sur les prises de contrôle en présence d'aléa moral, plus précisément la rupture des contrats implicites (SHLEIFER et SUMMERS [1988] et CHEMLA [1996]) et la discipline (GROSSMAN et HART [1980] et SCHARFSTEIN [1988]) associées aux possibilités de prises de contrôle. Cet article a donc montré que des résultats qualitativement proches peuvent être obtenus en l'absence de tout problème d'aléa moral. Il suggère que tout test de ces théories devrait également s'appliquer à déterminer la présence ou non d'aléa moral ou d'anti-sélection. Par ailleurs, le problème d'anti-sélection étudié ici vise à ouvrir une voie différente des prédictions basées sur des jeux de

signaux, dont il est bien connu qu'elles sont extrêmement sensibles aux environnements considérés (par exemple la nature de l'asymétrie d'information). Si le rôle des signaux attachés aux prises de contrôle est parfois important, il semble que l'effet de la possibilité des prises de contrôle sur la circulation de l'information entre organisations ou en leur sein le soit aussi, mais qu'il ait été négligé jusqu'ici.

Le mode d'acquisition peut certainement affecter aussi la révélation d'information dans un environnement plus complexe. Parmi d'autres variables, le mode de financement ou encore le mécanisme de vote associé à la prise de contrôle pourraient ne pas être neutres. Par exemple, si la prise de contrôle se fait sous la forme d'une acquisition financée par dette (Leveraged Buy Out), l'effet présent ici pourrait être combiné au rôle de la dette dans la révélation d'information (tel celui développé par CHEMLA et FAURE-GRIMAUD [1996]). Des recherches futures pourraient également étudier des interactions entre la possibilité de prises de contrôle et les choix organisationnels des entreprises.

• Références bibliographiques

- BOLTON, P., SCHARFSTEIN, D. (1990). – “A Theory of Predation Based on Agency Problems in Financial Contracting”, *American Economic Review*, 80, pp. 93-106
- BROWN, D., RYNGAERT, M. (1991). – “The Mode of Acquisition in Takeovers: Taxes and Asymmetric Information”, *Journal of Finance*, pp. 653-69.
- CHEMLA, G. (1996). – “Implicit Contracts, Union Power and Takeovers”, in *Essays on the Theory of the Firm: Interactions Between Capital, Product and Labour Markets*, PhD Dissertation, London School of Economics.
- CHEMLA, G., FAURE-GRIMAUD, A. (1996). – “Dynamic Adverse Selection and Debt”, *Universitat Pompeu Fabra Finance and Banking Discussion Paper n° 25*.
- CHEVALIER J. (1995). – “Do LBO Supermarkets Charge More? An Empirical Analysis of the Effects of LBOs on Supermarket Pricing”, *Journal of Finance*, 50, pp. 1095-1113.
- CHIAPPORI, P.-A., MACHO, I., REY, P., SALANIÉ, B. (1994). – “Repeated Moral Hazard: The Role of Memory, Commitment, and the Access to Credit Markets”, *European Economic Review*, 38, pp. 1527-53.
- COASE R. (1972). – “Durability and Monopoly”, *Journal of Law and Economics*, 15, pp. 143-49.
- ECKBO, E., GIAMMARINO, R., HEINKEL, R. (1990). – “Asymmetric Information and the Medium of Exchange in Takeovers: Theory and Tests”, *Review of Financial Studies*, 3, pp. 651-75.
- FREIXAS, X., GUESNERIE, R., TIROLE, J. (1985). – “Planning under Incomplete Information and the Ratchet Effect”, *Review of Economic Studies*, 52, pp. 173-91.
- FUDENBERG, D., LEVINE, D., TIROLE, J. (1987). – “Incomplete Information Bargaining with Outside Opportunities”, *Quarterly Journal of Economics*, pp. 37-50.
- FUDENBERG, D., TIROLE, J. (1983). – “Sequential Bargaining with Incomplete Information”, *Review of Economic Studies*, pp. 221-47.
- GALE, D., HELLWIG, M. (1985). – “Incentive-Compatible Debt Contracts: the One-Period Problem”, *Review of Economic Studies*.
- GROSSMAN, S., HART, O. (1980). – “Takeovers Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation”, *Bell Journal of Economics*, 11, pp. 42-64.
- HART O. (1995). – *Firms, Contracts and Financial Structure*, Clarendon Lectures in Economics, Oxford University Press.
- HART, O., TIROLE, J. (1988). – “Contract Renegotiation and Coasian Dynamics”, *Review of Economic Studies*, 55, pp. 509-40.
- JARRELL, G., BRICKLEY, J., NETTER, J. (1988). – “The Market for Corporate Control: The

- Empirical Evidence Since 1980”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2, No. 1, pp. 49-68.
- JENSEN M. (1986). – “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers”, *American Economic Review*, 76, pp. 323-29.
- JENSEN M. (1988). – “Takeovers: Their Causes and Consequences”, *Journal of Economic Perspectives*, 2(1), pp. 21-48.
- LAFFONT, J.J., TIROLE, J. (1988). – “The Dynamics of Incentive Contracts”, *Econometrica*, 56, pp. 1153-75.
- LAFFONT, J. J., TIROLE, J. (1993). – *A Theory of Incentives in Procurement and Regulation*, MIT Press.
- MACE M. (1971). – *Directors: Myths and Reality*, Boston: Harvard Business School.
- MASKIN, E., RILEY, J. (1984), “Monopoly with Incomplete Information”, *Rand Journal of Economics*, 15, pp. 171-96.
- NAGARAJAN S. (1995). – “On the Generic Efficiency of Takeovers under Incomplete Information”, *Journal of Economic Theory*, 65, pp. 522-56.
- ROSETT J. (1990). – “Do union wealth concessions explain takeover premiums”, *Journal of Financial Economics*, 27, pp. 263-82.
- SCHARFSTEIN D. (1988). – “The Disciplinary Role of Takeovers”, *Review of Economic Studies*, 55, pp. 185-199.
- SHLEIFER, A., SUMMERS, L. (1988). – “Breach of Trust in Hostile Takeovers”, in *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, Edited by Alan J. Auerbach, University of Chicago press.
- TIROLE J. (1988). – *The Theory of Industrial Organization*, MIT Press.
- ZWIEBEL J. (1996). – “A Control Theory of Dynamic Capital Structure”, *American Economic Review*, 86, pp. 1197-1215.