

# Quelques enseignements tirés de la recherche en finance d'entreprise

---

Alain SCHATT\*

Université de Strasbourg 3

*Classification JEL* : G300, G310, G320, G340, G350

*Correspondance* : alain.schatt@urs.u-strasbg.fr

*Résumé* : Cet article expose les principaux résultats tirés des travaux empiriques portant sur les causes et les conséquences des décisions financières prises par les dirigeants d'entreprises françaises. Les trois types de décisions étudiées sont les décisions d'investissement, les décisions de financement et les décisions de versement de liquidités.

*Mots clés* : finance d'entreprise – investissement – financement – dividendes – rachats d'actions.

*Abstract* : In this paper, we present the main results of empirical research on the determinants and the effects of financial decisions taken by French managers. Three different types of decisions are analyzed : investment decisions, financing decisions and payout (dividends and share repurchases) decisions.

*Key words* : corporate finance – investment – financing – dividends – share repurchases.

---

\* L'auteur remercie ses collègues et amis, Géraldine Broye, Gérard Charreaux, Michel Dubois, Isabelle Girerd-Potin, Laurence Godard, Pascal Louvet et Yves Moulin, pour leurs nombreuses remarques et suggestions, qui ont permis d'enrichir substantiellement une première version de cet article. Il assume cependant seul toutes les erreurs et imprécisions qui subsisteraient.

Les établissements d'enseignement du management (les « *Business Schools* ») jouent, en principe, un rôle clé en matière de création de nouvelles connaissances pour le monde des affaires, comme le rappelle un rapport publié récemment par l'AACSB (2007, p. 8) : « *Unquestionably, business schools and their faculties play a crucial role in business and society by creating value through high-quality scholarship and research*<sup>1</sup> ». Des doutes pèsent, cependant, sur la capacité de ces établissements à répondre à certaines attentes, à en juger par les nombreuses critiques formulées au cours des années récentes : « *Business schools have recently been criticized for placing too much emphasis on research relative to teaching, and for producing research that is too narrow, irrelevant, and impractical* » (p. 10). Dans ce contexte, les auteurs du rapport formulent diverses recommandations ayant notamment pour objet d'accroître la visibilité et l'utilité de la recherche.

Cet article, qui expose les principaux résultats tirés de la recherche en finance d'entreprise, s'inscrit dans ce mouvement de valorisation de la recherche et de transfert de connaissances. Plus précisément, ces résultats sont susceptibles d'intéresser deux types de publics : les acteurs économiques directement concernés (dirigeants, investisseurs et régulateurs) et les enseignants-chercheurs, soucieux de s'appuyer sur les résultats de la recherche contemporaine pour enrichir leurs enseignements et souhaitant s'engager dans des voies de recherche encore inexplorées.

Les travaux de recherche en finance d'entreprise étant extrêmement nombreux dans le monde, nous avons été obligés de délimiter notre propos. Seuls les résultats des études empiriques portant les causes et les conséquences des décisions financières prises par les dirigeants d'entreprises françaises sont exposés et discutés. Ce choix (subjectif) appelle les trois précisions suivantes.

Premièrement, nous considérons que seules les décisions financières prises par les dirigeants d'entreprises entrent dans le champ de la finance d'entreprise, mais nous reconnaissons que les frontières avec la gouvernance d'entreprise ou la finance de marché sont relativement floues. En particulier, les sujets classiques de gouvernance, tels que la composition des conseils d'administration, la rémunération des dirigeants, ou les privatisations, ne sont pas abordés dans cet article. Ce

---

<sup>1</sup> Le rapport de l'AACSB (The Association to Advance Collegiate Schools of Business) peut être téléchargé gratuitement à l'adresse suivante : [http://www.aacsb.edu/resource\\_centers/research/Final/Impact\\_of\\_Research\\_Report-FINAL.PDF](http://www.aacsb.edu/resource_centers/research/Final/Impact_of_Research_Report-FINAL.PDF).

choix se justifie de deux façons. D'une part, en accord avec Charreaux et Wirtz (2006), il est évident que les questions de gouvernance ne relèvent pas uniquement de la finance d'entreprise. D'autre part, certaines questions de gouvernance ne s'inscrivent pas directement dans ce champ de recherche. C'est notamment le cas des privatisations d'entreprises, évoquées par Degeorge et Maug (2006) dans leur synthèse de la recherche en finance d'entreprise en Europe. La décision de privatiser des entreprises relève, à l'évidence, de l'État : on peut donc considérer qu'il s'agit d'une problématique de finance (ou d'économie) publique.

Deuxièmement, nous n'évoquons pas les travaux (purement) normatifs en finance d'entreprise. La focalisation sur les travaux empiriques s'explique par une volonté de mieux appréhender la réalité des affaires. Peu importe, par exemple, de savoir comment les dirigeants devraient se financer dans tel ou tel contexte, ou comment ils devraient évaluer la rentabilité des projets d'investissement (recours aux modèles d'options réels, etc.). Ce qui nous préoccupe, c'est de comprendre ce que font réellement les dirigeants, ce qui les motive et comment leurs décisions affectent la valeur (ou la performance) des entreprises.

Troisièmement, les décisions financières prises par les dirigeants français sont au cœur de nos préoccupations, parce que nous considérons que des aspects institutionnels influencent indiscutablement les décisions des dirigeants. Par exemple, seul le comportement des dirigeants français a été modifié par la nouvelle loi sur les rachats d'actions en 1998. Par conséquent, tous les résultats présentés sont issus d'études ayant porté, soit sur des échantillons d'entreprises françaises de façon exclusive, soit sur des échantillons comportant des entreprises de plusieurs pays, y compris des entreprises françaises, afin de comprendre comment les spécificités institutionnelles affectent les décisions des dirigeants.

Pour identifier les travaux répondant à nos attentes, nous avons procédé de la manière suivante. D'abord, plusieurs bases de données bibliographiques internationales ont été consultées (*EBSCO*, *ECONLIT*, *JSTOR*), sur une période de 10 ans (1997-2008). Puis, les principales revues françaises, qui publient des travaux en finance d'entreprise, ont été dépouillées<sup>2</sup>. Enfin, quelques articles supplémentaires ont été iden-

---

<sup>2</sup> Les références françaises proviennent d'une base de données créée pour réaliser un inventaire de la recherche en finance (Charreaux et Schatt, 2006). Ce travail était notamment fondé sur le recensement des articles publiés dans cinq revues académiques

tifiés à partir des bibliographies des articles et des *curriculum vitae* de certains chercheurs. Parmi la centaine d'articles identifiés, certains n'ont pas été exploités, en raison notamment du faible nombre d'entreprises ou d'opérations étudiées. La classification de cette littérature a été effectuée à l'aide de trois critères : la thématique de recherche, la question de recherche et le cadre d'analyse.

La thématique de recherche correspond au type de décision financière. Il est communément admis, tant dans la communauté académique que dans les milieux d'affaires, que les dirigeants sont chargés de prendre des décisions d'investissement, des décisions de financement et des décisions de versement de liquidités aux actionnaires.

Les décisions d'investissement concernent les choix de création ou d'acquisition d'actifs détenus durablement par les entreprises. Ce premier thème de recherche est proche de certains thèmes développés en stratégie d'entreprise ; cette proximité se traduit notamment par la publication de travaux similaires dans des revues internationales de stratégie, comme le *Strategic Management Journal*, et de finance, comme le *Journal of Finance*.

Les travaux relatifs aux décisions de financement se focalisent, classiquement, sur le choix d'augmenter les dettes financières plutôt que les fonds propres, mais également sur certaines caractéristiques spécifiques des opérations de financement (par exemple, le choix de la maturité de la dette). Il s'agit actuellement du courant de recherche le plus fécond.

Enfin, le versement de liquidités a donné lieu à deux types d'études : celles qui se préoccupent de l'importance des dividendes versés aux actionnaires et celles qui portent sur l'intérêt relatif du versement de dividendes par rapport au rachat de leurs propres actions par les entreprises. Ce second courant de recherche s'est développé suite à une modification réglementaire intervenue en 1998 en France, assouplissant les conditions de rachat de leurs propres actions par les entreprises.

---

« majeures » en France (*Banque & Marchés ; Finance ; Finance Contrôle Stratégie ; Revue Française de Gestion ; Sciences de Gestion/Économies et Sociétés*), au cours d'une période de dix années (1994-2003). Cette base de données a été actualisée pour tenir compte des publications récentes. Nous tenons donc à remercier le Professeur Gérard Charreaux, qui nous a permis d'exploiter cette base de données.

La question de recherche constitue le second critère de classification permettant d'organiser la littérature. Deux questions génériques émergent.

Tout d'abord, sont étudiées les raisons qui conduisent les dirigeants à prendre certaines décisions financières. En posant la question suivante : « quels sont les déterminants de telle ou telle décision financière ? », les chercheurs essaient de comprendre et d'expliquer, par exemple, pourquoi les dirigeants achètent d'autres entreprises, pourquoi ils émettent des actions nouvelles, ou pourquoi ils versent des dividendes. Ces travaux intéressent, d'une part, les investisseurs, soucieux de se forger une meilleure idée du bien-fondé des décisions des dirigeants, d'autre part, les régulateurs, qui souhaitent « encadrer » les décisions des dirigeants.

Ensuite, une attention particulière est accordée aux conséquences des décisions des dirigeants sur la valeur (ou la performance) des entreprises. Il s'agit donc de répondre à la question suivante : « quelle est l'incidence de telle ou telle décision financière sur la valeur des entreprises ? ». Les chercheurs tentent, par exemple, de mesurer et d'expliquer l'amplitude du changement de valeur des entreprises suite à l'annonce d'une opération de fusion-acquisition, d'une émission d'actions ou du versement de dividendes. Les réponses à ce type de question sont potentiellement utiles pour les dirigeants puisqu'elles leur donnent une idée de la plus ou moins grande « satisfaction » des investisseurs à l'annonce de certaines décisions financières.

Le cadre d'analyse mobilisé par les chercheurs est le troisième et dernier critère de classification de la littérature. Il est possible de distinguer les travaux fondés sur la théorie de l'agence et ceux qui se réfèrent à un autre cadre d'analyse. Cette distinction se justifie essentiellement par le nombre élevé de travaux empiriques qui mobilisent la théorie de l'agence. Celle-ci constitue visiblement, à ce jour, un cadre fédérateur pour les chercheurs en finance d'entreprise, quelle que soit la décision étudiée (investissement, financement ou versement de liquidités) et quelle que soit la question de recherche posée (causes ou conséquences des décisions financières).

Développée notamment par Jensen et Meckling (1976) et synthétisée par Jacquillat et Levasseur (1984) et par Charreaux (1999), la théorie de l'agence considère que les décisions financières sont étroitement liées aux conflits d'intérêts qui existent, soit entre les dirigeants et les actionnaires minoritaires dans les entreprises managériales, soit entre

les détenteurs de blocs de contrôle et les actionnaires minoritaires dans les entreprises dites « contrôlées »<sup>3</sup>, ces dernières étant très nombreuses en France (Faccio et Lang, 2002). Les autres cadres d'analyse mobilisés sont généralement plus spécifiques aux thématiques de recherche. Par exemple, la théorie micro-économique classique ou l'économie industrielle (pouvoir de marché, etc.) permettent d'étudier les fusions-acquisitions, mais ces cadres d'analyse semblent moins appropriés pour l'étude des décisions de financement.

Cet article est structuré en fonction des trois critères de classification de la littérature définis préalablement. Chacune des trois prochaines sections est consacrée à une thématique de recherche (décisions d'investissement, décisions de financement et décisions de versement de liquidités). Au sein de ces sections, nous distinguons les deux principales questions abordées par les chercheurs (causes et conséquences des décisions financières). Pour chaque question générique, nous mettons en évidence, successivement, les résultats tirés des études empiriques mobilisant le cadre de l'agence et ceux obtenus avec les autres cadres d'analyse. Enfin, dans une quatrième et dernière section, nous proposons quelques voies de recherche.

## **1. Les décisions d'investissement**

Les décisions d'investissement consistent à créer (croissance interne) ou à acquérir (croissance externe) des actifs détenus durablement par les entreprises. Elles permettent d'assurer la pérennité des entreprises et de créer de la valeur pour les actionnaires. Incontestablement, il s'agit des décisions les plus importantes prises par les dirigeants, comparativement aux décisions de financement et de versement de liquidités. Parmi l'ensemble des travaux recensés, nous constatons qu'un seul type d'investissement a été étudié : les fusions-acquisitions (F&A). Cette situation appelle deux commentaires.

Premièrement, les opérations de croissance interne ont fait l'objet de peu d'attention, alors que les dépenses de recherche-développement (R&D), en particulier, sont indispensables pour assurer la pérennité des

---

<sup>3</sup> De façon générale, la théorie de l'agence se préoccupe des conflits d'intérêts entre un principal et son agent. Dans la mesure où la valeur d'une entreprise est égale à la valeur des fonds propres et des dettes financières, Jensen et Meckling (1976) s'intéressent également aux conflits entre les apporteurs de dettes et les dirigeants.

entreprises évoluant dans certains secteurs d'activité (secteur pharmaceutique, biotechnologies, etc.). Cela est probablement dû aux difficultés d'accès aux informations. En effet, les investissements en R&D constituent des informations privées que les dirigeants ne sont pas incités à révéler par crainte de voir les concurrents les exploiter. Par ailleurs, il est admis que le système comptable français ne permet pas d'apprécier précisément les dépenses de R&D. De fait, ce constat renforce l'idée que l'accès aux données devient un enjeu majeur dans un environnement où les chercheurs sont en compétition. Pour publier des articles (« *publish or perish* »), la tentation est grande d'exploiter prioritairement les données faciles d'accès, provenant de bases de données électroniques, ou disponibles à moindre coût<sup>4</sup>.

Deuxièmement, la publication de nombreuses études sur les F&A est justifiée au regard des très nombreuses opérations réalisées. Toutefois, il convient de souligner la faible variété des questions de recherche. Les aspects organisationnels de la décision d'investissement restent peu étudiés<sup>5</sup>. Qui initie, qui décide, qui met en œuvre et qui contrôle ces décisions ? Quelles sont les incitations des individus qui prennent ces décisions ? En accord avec Charreaux (2001, 2002), il est probable qu'une meilleure compréhension de ces aspects organisationnels permettrait de mieux appréhender dans quels cas ces investissements engendrent une plus grande valeur des entreprises.

Pour présenter les principaux enseignements des travaux relatifs sur les décisions d'investissement, nous distinguons deux courants de recherche : celui qui aborde les déterminants de ces opérations, et celui qui se préoccupe des conséquences de ces opérations sur la valeur des entreprises ou sur leur performance.

### ***1.1. Les déterminants des décisions d'investissement***

Qu'avons-nous appris sur les raisons qui conduisent les dirigeants à réaliser des F&A ? Il semblerait que certaines décisions traduisent des situations de conflits d'intérêts au sein des entreprises impliquées dans

---

<sup>4</sup> Cette situation est susceptible d'entraîner un « appauvrissement qualitatif » de la recherche à plus long terme. Certains sujets, nécessitant un effort plus important de collecte de données (entretiens avec des dirigeants, etc.), risquent d'être fortement sous-développés.

<sup>5</sup> À notre connaissance, une seule étude abordant les aspects organisationnels de la politique d'investissement a été publiée par Duprat (1998).

ces opérations, conformément aux présupposés de la théorie de l'agence, mais d'autres facteurs doivent également être pris en compte.

### *1.1.1. L'éclairage de la théorie de l'agence*

La théorie de l'agence propose deux éclairages opposés sur ces opérations. Premièrement, les F&A représentent un moyen rapide pour les dirigeants des entreprises acquéreuses de « bâtir un empire » et d'accroître les divers bénéfices privés qui y sont associés. Dans ce cas, les F&A ont pour conséquence d'accroître les conflits d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires minoritaires. Deuxièmement, cette théorie considère également que le marché des prises de contrôle constitue un mécanisme de discipline des dirigeants. Ainsi, l'acquisition d'une entreprise cible peu performante (gérée par des dirigeants supposés opportunistes) constitue un investissement rentable pour un acquéreur qui remplace les dirigeants de la cible et restructure celle-ci. Dans cette seconde optique, les F&A permettent de réduire les conflits d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants de la cible.

Les F&A à visée disciplinaire seraient « salutaires » quand d'autres mécanismes de discipline sont inefficaces, tels que le conseil d'administration qui ne joue pas son rôle (Jensen, 1993), ou le système légal qui ne protège pas efficacement les investisseurs (La Porta et al., 1997, 1998, 1999, 2000a, 2000b). Ce dernier argument, central dans le courant de recherche en *Law & Finance*, implique des différences notables entre les opérations de F&A dans les pays de *Common Law*, où les intérêts des investisseurs sembleraient être mieux protégés, et celles réalisées dans les pays de *Civil Law*.

Les chercheurs ont tenté de répondre à trois questions principales : quelles sont les caractéristiques des cibles sélectionnées par les acquéreurs ? Quel est le prix payé par les acquéreurs ? Quel est le moyen de paiement privilégié dans les F&A<sup>6</sup> ?

---

<sup>6</sup> Les études empiriques font fréquemment référence à plusieurs cadres d'analyse. Ainsi, le choix de rattachement des travaux, soit au cadre de l'agence, soit à un autre cadre d'analyse, peut paraître artificiel. Le choix a été dicté par les résultats obtenus dans les études empiriques.



*Quelles sont les caractéristiques des cibles acquises ?*

L'étude de Rossi et Volpin (2004) porte sur 4 007 F&A réalisées dans 49 pays, dont la France, au cours de la période 1990-2002. Elle permet de confirmer l'importance du système légal comme un facteur explicatif de la localisation des entreprises impliquées dans des F&A. Le degré de protection légale des investisseurs affecte le volume des F&A parce qu'il est censé conditionner l'ampleur des inefficiences des entreprises du pays concerné. Ceci explique que les cibles sont plus fréquemment localisées dans des pays à faible protection légale alors que les acquéreurs sont plutôt localisés dans les pays à forte protection légale. Par ailleurs, contrairement aux attentes des auteurs, l'activité de F&A est plus importante dans les pays caractérisés par une bonne protection des intérêts des actionnaires. Ce dernier résultat remet en cause la vision disciplinaire des F&A. En effet, on devrait constater que les F&A « disciplinaires » sont plus nombreuses dans les pays caractérisés par une plus faible protection légale des actionnaires, s'il existe un phénomène de substitution des mécanismes de discipline.

Sur un échantillon de 81 offres publiques annoncées en France entre 1989 et 1998, Belze (2004) confirme la faible pertinence de l'argument disciplinaire : les offres publiques ne semblent pas motivées par une volonté de remplacer des dirigeants opportunistes. En effet, des différences significatives existent entre les entreprises cibles et les entreprises non-cibles en matière de structure de propriété et de composition du conseil d'administration, mais pas en matière de performance.

*Quel est le prix payé par l'acquéreur ?*

Pour répondre à cette seconde question, les chercheurs ne s'intéressent pas au prix payé en tant que tel, mais à la prime offerte par l'acquéreur. Cette prime, qui correspond au montant supplémentaire payé par rapport à la valeur de marché des actions, reflète, en principe, les gains espérés par l'acquéreur<sup>7</sup>.

---

<sup>7</sup> Il n'est pas inutile de rappeler que les actionnaires (rationnels) de la société cible ne devraient vendre leurs titres que si la prime est (au moins) égale aux gains espérés. En effet, ils préfèrent conserver leurs titres si la prime est inférieure aux gains espérés, auquel cas l'opération ne se réaliserait pas. Autrement dit, la valeur actuelle nette d'une F&A est en principe nulle (ou négative) pour un acquéreur.

Rossi et Volpin (2004) trouvent que la prime moyenne s'élève à 41,6 % pour les 4 007 opérations étudiées. Le cadre légal influence les primes payées : celles-ci sont plus élevées dans les pays avec une meilleure protection des intérêts des investisseurs, probablement parce que l'actionnariat y est généralement plus dilué. Le paiement d'une prime plus élevée est nécessaire pour encourager les actionnaires minoritaires à céder leurs titres.

Des résultats contradictoires sont cependant obtenus par Dyck et Zingales (2004). L'analyse de 393 acquisitions de blocs de contrôle dans 39 pays met en évidence que les primes payées sont plus élevées lorsque l'acquéreur est localisé dans un pays caractérisé par une faible protection des actionnaires minoritaires. Ce résultat suggère que les bénéfices privés sont plus élevés lorsque les investisseurs sont faiblement protégés par la loi : lorsqu'un actionnaire de contrôle cède son bloc d'actions, une plus forte prime doit être payée pour compenser la perte de bénéfices privés plus importants.

#### *Quel est le moyen de paiement privilégié dans les F&A ?*

Faccio et Masulis (2005) étudient le moyen de paiement retenu dans 3 667 F&A réalisées dans treize pays européens au cours de la période 1997-2000, dans lesquelles sont impliqués 252 acquéreurs français et 214 cibles françaises. Ces auteurs constatent que la présence d'actionnaires de contrôle influence significativement le mode de paiement. Le paiement en liquide est préféré, parce qu'il évite une dilution du contrôle, notamment dans le cas où l'actionnariat de la cible est concentré. Cela étant, lorsque l'entreprise se trouve dans une situation financière plus fragile, c'est-à-dire lorsque l'endettement est plus important, alors les acquéreurs se trouvent contraints d'opter pour l'échange d'actions (la trésorerie n'est pas affectée). Il existe donc un arbitrage entre les préoccupations de contrôle et l'accroissement du risque de faillite, auquel les dirigeants et les détenteurs de blocs de contrôle, mal diversifiés, sont particulièrement sensibles.

#### *1.1.2. L'éclairage des autres cadres d'analyse*

D'autres considérations, tant macro-économiques que micro-économiques, permettent d'expliquer le choix des cibles ou les primes payées dans ces opérations.

*Quelles sont les caractéristiques des cibles acquises ?*

La prise en compte des facteurs macro-économiques, par Vasconcellos et Kish (1998), permet également de comprendre où sont localisées les cibles des F&A transnationales. En particulier, les taux de change, les taux d'intérêt et l'indice du marché boursier sont potentiellement des facteurs clés pour expliquer ces opérations parce qu'ils influencent directement le coût de l'opération et, par conséquent, la rentabilité de l'acquéreur. Par exemple, si la devise américaine se déprécie par rapport à l'euro, l'acquisition d'une société américaine devient, toutes choses égales par ailleurs, moins onéreuse pour une société européenne.

Pour les F&A impliquant des entreprises américaines et des entreprises européennes, au cours des années 1982 à 1994, ces auteurs constatent que l'évolution de l'indice du marché boursier aux États-Unis joue un rôle clé. Lorsque le marché boursier est « déprimé » aux États-Unis, les F&A y sont plus nombreuses : une réduction du prix à payer pour acquérir une entreprise américaine attire les entreprises européennes. Les taux d'intérêt jouent également un rôle important. En revanche, la dépréciation du dollar par rapport aux devises européennes ne constitue pas un élément décisif pour expliquer l'ampleur de ces opérations ; ce résultat pourrait s'expliquer par le fait que les gains espérés seront plus faibles dans ce cas.

*Quel est le prix payé par l'acquéreur ?*

Si ces facteurs macro-économiques s'avèrent importants pour expliquer l'activité transnationale des F&A, ils ne permettent pas de comprendre ce qui détermine la prime payée par l'acquéreur. Cette question est abordée par Bessière (1997), qui rappelle que, au plan théorique, les synergies espérées figurent au premier rang des nombreux facteurs permettant de justifier l'ampleur des primes. L'étude de 76 offres publiques françaises, sur la période 1991-1995, met en évidence le rôle prépondérant des synergies pour expliquer la prime payée. Les autres facteurs pris en compte, comme le moyen de paiement, l'objectif de l'opération, ne jouent, dans le meilleur des cas, qu'un rôle mineur.

L'étude de Schatt et Mpasinas (2005) s'inscrit également dans cette optique. Si la prime payée est fonction des synergies espérées, alors elle doit être faible quand les entreprises se diversifient (diversification

des activités et/ou diversification géographique), parce que les synergies sont peu élevées dans ce cas. L'analyse de 237 acquisitions d'entreprises de haute technologie cotées au Nasdaq, entre 1997 et 2003, par des entreprises américaines et étrangères (y compris françaises), ne permet pas de confirmer cette hypothèse. La prime n'est pas liée à la stratégie des acquéreurs, ce qui pourrait s'expliquer par l'existence de conflits d'intérêts entre les actionnaires de l'entreprise acquéreuse et leurs dirigeants : ces derniers acceptent de payer une prime anormalement élevée pour « bâtir un empire ».

## ***1.2. Les conséquences des décisions d'investissement***

Qu'avons-nous appris sur les conséquences des F&A ? Comment est affectée la valeur, ou la performance, des entreprises acquéreuses et cibles ? Les réponses à cette question de recherche dépendent des conflits d'intérêts existant dans les entreprises impliquées dans ces opérations, ainsi que d'autres facteurs.

### *1.2.1. L'éclairage de la théorie de l'agence*

Selon la théorie de l'agence, les conséquences d'une F&A sur la valeur (ou la performance) de l'acquéreur dépendent de l'impact de l'opération sur les conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants. Comme évoqué précédemment, la théorie propose deux éclairages opposés : si l'opération permet au dirigeant de « bâtir un empire », alors les conséquences de l'opération sont négatives, puisque les gains espérés sont inexistantes (compte tenu de l'investissement initial). En revanche, si l'acquéreur s'engage dans une F&A pour discipliner les dirigeants de l'entreprise cible, alors les conséquences sont positives.

Deux questions ont été posées : comment réagit le marché financier (à court terme) à l'annonce d'une F&A<sup>8</sup> ? Comment est affectée la performance opérationnelle (ou comptable), à plus long terme, suite à une opération de F&A ?

---

<sup>8</sup> De nombreux auteurs se sont penchés sur la réaction du marché financier à l'annonce d'une décision (ou d'une opération) financière, en recourant à la méthode des études d'événements (*event studies*). Nous considérons que cette dernière est désormais bien connue, et nous renvoyons le lecteur « néophyte » aux nombreux articles et ouvrages présentant cette méthode.

*Comment réagit le marché financier aux F&A ?*

Banerjee et *al.* (1997) tentent d'expliquer la réaction du marché financier à l'annonce de 122 prises de participation par des *holdings* françaises, entre 1988 et 1992. Ces sociétés ont pour objet d'acquérir des blocs de contrôle d'entreprises cibles pour influencer leur stratégie.

Les *holdings* présentent des avantages (création d'un marché interne des capitaux, optimisation fiscale, etc.) mais également des inconvénients : elles entraînent notamment une « sur-diversification » des portefeuilles de leurs propres actionnaires, ce qui constitue une source de conflits d'intérêts, et rien ne prouve que ces sociétés puissent influencer de façon satisfaisante (par manque de connaissances spécifiques) les stratégies de sociétés cibles.

Les auteurs constatent que le marché financier réagit négativement à l'annonce de telles opérations. Les investisseurs semblent donc accorder de l'importance à « l'identité » de l'acquéreur : les prises de participation par des sociétés industrielles et commerciales sont synonymes de création de valeur. En effet, le marché financier réagit positivement à ces annonces, parce que les gains espérés sont perceptibles, ce qui n'est pas le cas pour les *holdings*.

La question de « l'identité » de l'acquéreur a également été abordée par Aktas et *al.* (2004). Ils se préoccupent de la réaction du marché financier à l'annonce d'une F&A dans laquelle est impliqué l'État, qui a pour principale particularité de ne pas poursuivre l'objectif classique de maximisation de la valeur des actions de l'entreprise. En effet, des enjeux d'emplois (refus de licenciement), d'aménagement du territoire (refus de fermetures d'usines dans certaines zones géographiques) ou d'accès à un moindre prix des biens par les consommateurs, constituent des objectifs alternatifs poursuivis par l'État.

Deux principaux résultats sont obtenus sur les 434 F&A impliquant l'État, réalisées dans seize pays (y compris la France) entre 1985 et 2001. D'une part, lorsque l'entreprise acquéreuse est contrôlée par l'État (ce qui conduit à une nationalisation, au moins partielle, de la cible), le marché réagit positivement, mais la valeur de l'acquéreur n'est pas modifiée significativement. D'autre part, les opérations de F&A impliquant une cible détenue par l'État (ce qui correspond à une opération de privatisation, au moins partielle) entraînent une réaction positive du marché financier. La valeur de ces cibles augmente cependant moins fortement que celle des cibles acquises par une société dé-

tenue par l'État. Au final, ces résultats remettent en cause les travaux considérant que l'État n'est pas un « bon gestionnaire ».

### *Comment évolue la performance opérationnelle ?*

Les études d'événements permettent d'apprécier l'impact d'une annonce de F&A sur la valeur des entreprises, mais cette méthode n'est pas à l'abri de critiques. L'utilisation d'autres méthodes d'investigation s'avère donc utile pour apprécier l'intérêt d'une F&A. Desbrières et Schatt (2002a, 2002b) étudient l'évolution de la performance opérationnelle (ou comptable) après des F&A spécifiques : les LBO (*leverage buy-out*).

Ces opérations sont supposées réduire les conflits d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants dans les sociétés cibles pour trois raisons : (1) l'acquisition est financée principalement par des dettes, ce qui signifie qu'une forte pression va s'exercer sur les dirigeants (ce point sera développé dans la seconde section de l'article) ; (2) des sociétés de capital risque vont également engager des fonds et vont par conséquent être incitées à contrôler les dirigeants<sup>9</sup> ; (3) les « nouveaux » dirigeants vont également détenir des actions, ce qui constitue un moyen efficace pour aligner leurs intérêts sur ceux des autres actionnaires. Les dirigeants sont donc « triplement incités » à améliorer la performance des cibles.

Sur un échantillon de 161 LBO réalisés en France entre 1988 et 1994, Desbrières et Schatt (2002a) constatent une baisse de la performance des cibles au cours des deux années suivant l'opération, sachant que celle-ci est significative pour les 110 entreprises familiales, mais que la performance des 51 filiales de groupe n'est pas modifiée. Une étude complémentaire (Desbrières et Schatt, 2002b), réalisée sur un échantillon restreint de 132 LBO, met en évidence que la réduction anormale de la rentabilité économique de ces firmes n'est liée ni à un effet mécanique imputable à des surinvestissements, ni à une dérive de la gestion des actifs et passifs d'exploitation.

Dans l'ensemble, les résultats obtenus ne sont pas conformes aux prédictions de la vision disciplinaire de la théorie de l'agence. Le recours à d'autres cadres d'analyse, plus pertinents, s'avère donc néces-

---

<sup>9</sup> L'enquête réalisée par Desbrières et Broye (2000) permet de mieux comprendre le processus de sélection et d'évaluation des investissements, dans des entreprises françaises non cotées, par les sociétés de capital risque.

saire pour comprendre l'évolution de la performance des entreprises impliquées dans les F&A.

### *1.1.2. L'éclairage des autres cadres d'analyse*

Pour apprécier les conséquences financières d'une F&A, des facteurs micro-économiques classiques ont été analysés : si une entreprise devient plus compétitive, alors les effets de l'opération sont positifs, mais les conséquences sont nulles ou négatives (parce que la valeur actuelle des gains espérés est inférieure au montant investi) si la compétitivité de l'entreprise n'est pas modifiée.

Deux approches ont également été développées. La première consiste à étudier la réaction du marché financier à court terme et la seconde se préoccupe de la valeur en bourse de l'entreprise à long terme (trois à cinq ans). Cette dernière méthode permet de tenir compte des révisions des anticipations des investisseurs, au fur et à mesure que de nouvelles informations sont collectées sur la situation concurrentielle et financière des acquéreurs.

#### *Comment réagit le marché financier aux F&A ?*

Une F&A est susceptible d'accroître la valeur de l'acquéreur, parce qu'elle renforce son pouvoir de marché ou génère des synergies. Cela étant, quand l'opération modifie significativement le jeu concurrentiel, les autorités de régulation peuvent intervenir, soit pour refuser l'opération, soit pour demander des aménagements, afin d'éviter des transferts de richesse des consommateurs vers les actionnaires (réglementation « anti-monopole »).

Aktas et *al.* (2004) s'intéressent à l'intervention des autorités de régulation européennes, sur un échantillon de 874 F&A réalisées entre 1990 et 2000, impliquant 1 535 entreprises de 19 pays (dont 221 entreprises françaises). En fait, les F&A susceptibles de créer le plus de valeur attirent indéniablement les autorités, puisque la probabilité d'une intervention est plus forte dans ce cas. Par ailleurs, ils remarquent que des motivations « politiques » semblent exister au niveau des autorités de régulation : la réaction du marché financier est plus négative pour les annonces de F&A impliquant des acquéreurs non européens. Cette dimension politique est liée, soit à une volonté « protectionniste » des autorités, soit à une activité de « *lobbying* » plus intense des entreprises

européennes auprès de leurs autorités de régulation. En tout cas, ce résultat démontre que les réactions des investisseurs ne dépendent pas, loin s'en faut, des seuls conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants.

Dans une étude portant sur un large échantillon de 4 429 acquisitions dans 17 pays européens (dont 287 opérations réalisées par des acquéreurs français et 251 cibles françaises), au cours des années 1996 à 2001, Faccio *et al.* (2006) s'intéressent également à la réaction du marché financier à l'annonce de F&A. Il apparaît, d'une part, que les acquéreurs de sociétés cibles cotées en bourse n'enregistrent pas une rentabilité anormale significativement différente de zéro, mais que le marché financier réagit positivement en cas d'acquisition d'une société non cotée en bourse. D'autre part, l'origine géographique des cibles joue un rôle clé : la valeur de l'acquéreur augmente significativement lorsqu'il s'agit d'une F&A transnationale. Ainsi, le fait d'accéder à d'autres marchés – synonyme de revenus supérieurs – est valorisé par le marché financier, même si divers coûts et risques spécifiques sont associés à ces opérations (risque de change, risque politique, etc.).

#### *Comment évolue le cours des titres à long terme ?*

La stratégie des acquéreurs occupe une place centrale dans le travail de Pécherot-Petit (2005), qui apprécie la performance boursière à long terme des actions de 80 acquéreurs français impliqués dans une F&A entre 1977 et 1993. Les dirigeants qui s'engagent dans des opérations « liées » (les activités de l'acquéreur et de la cible sont similaires ou complémentaires) enregistrent une rentabilité positive à long terme, alors qu'une réduction anormale de valeur est constatée pour les acquéreurs qui se diversifient dans des activités « non liées ». Ainsi, le marché financier valorise uniquement les opérations qui procurent de réelles synergies, et les gains des F&A sont intégrés progressivement dans le prix des actions, au fur et à mesure que de nouvelles informations sont révélées aux investisseurs.

## **2. Les décisions de financement**

Les décisions de financement ont fait l'objet d'une attention soutenue, à en juger par les nombreux articles publiés. Au niveau internatio-



nal, notamment aux États-Unis et en Grande-Bretagne, ce courant de recherche s'est développé considérablement suite à la publication des célèbres travaux de Modigliani et Miller (1958, 1963). Ceux-ci ont mis en évidence, d'une part, une neutralité de la structure financière sur la valeur des entreprises dans un marché financier parfait, d'autre part, une préférence pour l'endettement en présence d'une imperfection de marché : l'impôt sur les bénéfices. Par ailleurs, un troisième article, publié par les fondateurs de la théorie positive de l'agence – Jensen et Meckling (1976) –, a également inspiré une multitude de recherches.

Dans la mesure où le contexte institutionnel français est relativement spécifique, comparativement aux contextes américain et anglais, les études portant sur les décisions de financement des entreprises françaises ne sont pas dénuées d'intérêt.

Premièrement, l'actionnariat étant significativement plus concentré (par rapport aux pays anglo-saxons) en France (Faccio et Lang, 2002), on peut penser que les choix de financement sont probablement affectés par cette situation. Pour des actionnaires de contrôle, l'endettement présente un intérêt évident : il limite la dilution du contrôle et, par conséquent, permet de préserver les bénéfices privés associés au contrôle. Cependant, l'augmentation du risque lié à l'endettement constitue un frein majeur pour ces actionnaires de contrôle, mal diversifiés, qui sont très sensibles au risque de défaillance. Ces deux aspects du problème ne concernent pas, ou à un degré moindre, les actionnaires bien diversifiés qui détiennent les actions des entreprises (managériales) aux États-Unis ou en Grande-Bretagne.

Deuxièmement, le moindre développement du marché obligataire et le recours plus systématique aux dettes bancaires constituent une seconde spécificité du financement des entreprises françaises. Dans une certaine mesure, le recours au crédit bancaire peut se révéler très intéressant, dans une optique disciplinaire, parce que le banquier exerce un contrôle (une pression) sur les dirigeants – notamment *via* l'octroi de crédits à court terme. Par ailleurs, l'octroi d'un crédit bancaire reflète la confiance accordée par le banquier dans le projet développé par l'entreprise, et réduit par conséquent l'asymétrie informationnelle entre les dirigeants et les investisseurs.

## **2.1. Les déterminants des décisions de financement**

Quels sont les principaux enseignements des travaux portant sur les déterminants des décisions de financement<sup>10</sup> ? Dans la littérature, la théorie de l'agence constitue, indiscutablement, le principal cadre de référence mobilisé par les chercheurs pour tenter de répondre aux diverses questions posées, même si d'autres théories permettent de comprendre ces décisions.

### *2.1.1. L'éclairage de la théorie de l'agence*

Le rôle de la dette est central dans la théorie de l'agence, mais il diffère selon le type d'entreprise. La dette est perçue comme un mécanisme de discipline des dirigeants dans les entreprises managériales. Elle incite le dirigeant à ne pas dilapider les ressources disponibles et à sélectionner des projets générant des flux de trésorerie suffisants pour rembourser la dette, afin d'éviter la faillite de l'entreprise (Jensen, 1986). Rappelons que la faillite est coûteuse pour les dirigeants, généralement mal diversifiés, qui perdent leur emploi et enregistrent une baisse de leur valeur sur le marché du travail. Une telle pression n'existe pas si les dirigeants émettent des actions nouvelles (financement par fonds propres), puisqu'il n'existe aucune contrainte de remboursement.

Dans l'entreprise « contrôlée », la dette évite la dilution du contrôle, comparativement à l'augmentation de capital, et permet donc aux actionnaires de contrôle de continuer à prélever des bénéfices privés<sup>11</sup>. Pour les actionnaires minoritaires, l'endettement ne représente donc pas nécessairement une bonne nouvelle, même si l'accroissement de la dette constitue un mécanisme de discipline des actionnaires de contrôle, mal diversifiés et sensibles au risque de défaillance de l'entreprise.

Le courant de recherche du *Law and Finance*, qui prolonge la théorie de l'agence, postule que le choix de financement est fonction du

---

<sup>10</sup> La question du remboursement anticipé des emprunts obligataires n'est pas abordée dans cet article. Nous renvoyons le lecteur intéressé par ce sujet aux articles de Bellier-Delienne (2001) et de Maati-Sauvez (2003).

<sup>11</sup> De façon générale, les actionnaires sont également intéressés par les autres avantages de la dette, notamment l'avantage fiscal résultant de la déductibilité des frais financiers, ainsi que l'économie des coûts de transaction associés aux augmentations de capital (Albouy, 1991).

degré de protection légale des investisseurs. En particulier, les fondateurs de ce courant de recherche (La Porta et *al.*, 1997, 1998) considèrent que dans les pays de *Common Law*, où les investisseurs semblent mieux protégés, les émissions de titres (actions nouvelles ou obligations) sont plus fréquentes que dans les pays de *Civil Law*, où ces opérations sont plus rares. Par ailleurs, l'endettement joue un rôle essentiel dans les pays de *Civil Law*, parce qu'il constitue un mécanisme de discipline efficace se substituant à la faible protection légale des investisseurs.

Trois principales questions sont posées : quels sont les déterminants de la structure financière (le rapport entre les dettes et les fonds propres) ? Quels sont les déterminants des émissions de titres ? Quels sont les déterminants des caractéristiques des dettes ?

#### *Quels sont les déterminants de la structure financière ?*

L'étude de Gaud et *al.* (2007) porte sur un large échantillon de 5 074 entreprises de treize pays européens (dont 863 entreprises françaises), pour la période 1988-2000. Elle met en évidence, d'une part, que le financement interne (autofinancement) est préféré au financement externe (augmentation de capital ou endettement), d'autre part, que les entreprises veillent à limiter le « *slack* » (les ressources financières non investies) parce qu'il est une source potentielle de conflits. Par ailleurs, les auteurs constatent qu'il existe une relation négative entre l'endettement et les opportunités de croissance des entreprises. Ce dernier résultat est conforme à la vision disciplinaire de l'agence, développée par Jensen (1986), qui considère que l'endettement doit être supérieur dans les entreprises évoluant dans des secteurs à maturité, qui ne disposent pas d'opportunités de croissance. En effet, dans ce cas, la dette évite un gaspillage de ressources (dépenses somptuaires, etc.). Moussu et Thibierge (1997) se sont concentrés sur cet aspect. Ils confirment que les opportunités d'investissement sont étroitement liées au choix de financement des 1 457 entreprises (dont 231 entreprises françaises) de leur échantillon, appartenant à sept pays européens, pour l'année 1992.

*Quels sont les déterminants des émissions de titres ?*

La question du lien entre le mode de financement des entreprises et leurs opportunités de croissance a également été abordée par Bancel et Mittoo (2004). Ces derniers ne se préoccupent cependant pas de la structure financière des entreprises, mais des raisons qui conduisent les dirigeants à émettre des obligations convertibles. Rappelons que ces titres constituent des dettes financières particulières, ne donnant pas forcément lieu à un versement de *cash* à l'échéance. Les obligataires peuvent décider de convertir leurs obligations en actions, sachant que le choix de conversion est dicté par le gain potentiel résultant d'une telle opération : si la valeur des actions augmente suffisamment (c'est à ce niveau que les opportunités de croissance jouent un rôle essentiel), alors les obligataires optent pour la conversion ; dans le cas contraire, ils préfèrent un remboursement « classique » des dettes (versement de *cash*).

La méthode d'investigation de ces auteurs est originale. Ils ont réalisé une enquête<sup>12</sup>, en début d'année 2003, auprès de directeurs financiers d'entreprises européennes ayant émis des obligations convertibles. Il en ressort que la volonté de signaler des opportunités de croissance futures est une raison prépondérante à l'émission de tels titres, mais ces émissions sont également motivées par la limitation à court terme de la dilution de l'actionnariat. Il s'agit, sans aucun doute, d'une raison clé pour les détenteurs de blocs de contrôle, soucieux de continuer à prélever des bénéfices privés. Bien qu'il faille faire preuve de prudence, en raison de la faiblesse de l'échantillon (29 répondants, dont un tiers en France), ces résultats tendent à confirmer l'importance des considérations de contrôle, et donc d'agence, dans les décisions de financement des entreprises.

Une catégorie de titres plus spécifique a été étudiée par Ducret (2000) : les titres subordonnés. La comparaison des entreprises ayant utilisé cet instrument financier (38 émissions au début des années 1990), avec des entreprises semblables, met en évidence que les structures de propriété sont différentes. La proportion d'entreprises familiales est significativement plus élevée parmi les émetteurs de titres su-

---

<sup>12</sup> L'enquête constitue une méthode d'investigation relativement hétérodoxe en finance (Charreaux, 2008). Les chercheurs préfèrent généralement utiliser des bases de données boursières et comptables, ou éventuellement des rapports annuels, pour obtenir les informations nécessaires à la réalisation d'études empiriques.

bordonnés. Les préconisations de la théorie de l'agence sont donc confirmées.

Dans un travail récent, Gajewski et *al.* (2007) infirment l'hypothèse selon laquelle les émissions simultanées d'actions et d'options d'achat d'actions (bons de souscription d'actions) sont motivées par des problèmes d'agence. On pourrait s'attendre à ce que ce financement séquentiel réduise les coûts d'agence, puisque les investisseurs ont la possibilité de collecter des informations supplémentaires après la première émission d'actions. S'ils estiment que le projet financé n'est pas rentable, alors ils ne souscrivent pas aux opérations ultérieures (ils ne lèvent pas leur option d'achat). À partir d'un échantillon comprenant 370 émissions en France, avec et sans options d'achats d'actions, au cours de la période 1986-2000, ces auteurs concluent que ces opérations semblent plutôt résulter de la volonté des entreprises de réduire le risque d'échec de l'opération et de limiter le coût de l'opération.

#### *Quels sont les déterminants des caractéristiques des dettes ?*

Pour savoir si les caractéristiques des dettes dépendent des conflits d'agence, les chercheurs se sont focalisés, d'une part, sur la nature des dettes (dettes bancaires ou dettes obligataires), d'autre part, sur le choix de la maturité de la dette (financement à long terme ou à court terme).

À l'aide d'informations collectées dans 129 pays, sur une période de 25 années (1978-2003), Djankov et *al.* (2007) ont constaté que le poids des financements par crédits privés (crédits bancaires) dépend de la protection légale des créanciers, mais également de la qualité du système d'informations sur les emprunteurs. En France, pays de *Civil Law*, les marchés de crédits privés sont importants en volume, essentiellement parce que le système d'informations sur les emprunteurs est performant, alors même que la protection légale des créanciers serait moindre que dans les pays de *Common Law*. Par ailleurs, les crédits privés ont tendance à croître après une réforme légale améliorant la protection des créanciers, confirmant ainsi l'idée que toute réforme modifiant la distribution des gains/pertes futurs des créanciers modifie leur comportement.

Dans un travail portant sur 84 entreprises françaises (pour la période 1979-1987), Nekhili (1999) s'est intéressé tant à la nature de la dette qu'à sa maturité. Les préconisations de la théorie de l'agence sont

corroborées : le recours au financement bancaire, plutôt à court terme, est privilégié pour discipliner les dirigeants. Antoniou et *al.* (2006) ont approfondi la question de la maturité. Dans une optique d'agence, la pression s'exerçant sur les dirigeants est d'autant plus forte que la maturité est courte. L'analyse du financement de 2 859 entreprises de trois pays européens, au cours des années 1971-2000, ne confirme que partiellement l'importance des coûts d'agence. En particulier, les opportunités de croissance n'influencent pas, globalement, la maturité de la dette.

### *2.1.2. L'éclairage des autres cadres d'analyse*

Dans la mesure où la théorie de l'agence fournit des réponses partielles aux questions posées, il n'est pas étonnant de constater que d'autres cadres d'analyse ont été mobilisés pour mieux comprendre les motivations des dirigeants en matière de financement. Dans l'approche du « *trade-off* », le choix de financement résulte d'un équilibre entre les gains (avantage fiscal, etc.) et les coûts (coûts de faillite, etc.) liés à la dette. En principe, un ratio cible émerge de cet arbitrage. La théorie du financement hiérarchique, développée par Myers et Majluf (1984), postule que les dirigeants privilégient l'autofinancement, dans un contexte d'asymétrie d'information, avant de recourir aux dettes et, finalement, à l'émission d'actions nouvelles. Enfin, le cadre du « *market timing* » est également intéressant : il postule que les dirigeants sont incités à émettre des actions nouvelles lorsque les investisseurs surévaluent les titres. Ces trois cadres d'analyse alternatifs ont été mobilisés pour expliquer le choix de financement des entreprises, ainsi que le choix d'émission de titres.

### *Quels sont les déterminants de la structure financière ?*

Dans l'approche du « *trade-off* », les coûts de faillite jouent un rôle clé : plus ils sont élevés, moins les dirigeants s'endettent. Dans la mesure où les coûts de faillite sont relativement difficiles à évaluer, les chercheurs contournent le problème d'estimation de ces coûts en utilisant diverses mesures de risque<sup>13</sup>.

---

<sup>13</sup> La valeur actuelle des coûts de faillite est particulièrement importante dans les entreprises financièrement « fragiles ». En France, elles ont été étudiées dans deux cas : celui de la Compagnie Générale de Géophysique (Séverin, 2002) et celui de Mouli-

Par exemple, Low et Chen (2004) s'intéressent à l'incidence de la diversification des entreprises sur leur financement. Ils trouvent, pour 232 entreprises provenant de trente pays (sur la période 1986-1990), que l'endettement est positivement lié à la diversification d'activités (de produits). Ainsi, le risque économique, décroissant avec la diversification des activités, et le risque financier, croissant avec l'endettement, semblent substituables.

Une approche similaire est adoptée par Bah et Dumontier (2001), qui se focalisent sur le lien entre l'endettement et la politique de recherche-développement (R&D) des entreprises. Leur échantillon comprend 1 858 entreprises européennes, japonaises et américaines, pour l'année 1996. Les entreprises qui investissent plus fortement dans la R&D, c'est-à-dire qui possèdent des actifs plus spécifiques – plus difficiles à redéployer en cas de faillite –, sont significativement moins endettées.

Les résultats des deux études précédentes<sup>14</sup> laissent à penser que, pour minimiser la valeur actuelle des coûts de faillite, les dirigeants choisissent le niveau d'endettement en fonction du risque économique. Lorsque ce dernier est élevé (faible diversification ou fort investissement dans la R&D), alors l'endettement est moindre. Ce phénomène peut d'ailleurs se comprendre, tant du point de vue des demandeurs de dettes que de celui des offreurs de dettes. Les dirigeants définissent un endettement « maximal » pour limiter le risque de faillite et les créanciers rationnent les entreprises si le risque de faillite est jugé trop important.

Les préconisations de la théorie du financement hiérarchique se révèlent également pertinentes pour expliquer le choix de financement des entreprises, comme le démontre l'enquête réalisée par Brounen et al. (2006), auprès de 313 directeurs financiers dans quatre pays européens. Il en ressort que les dirigeants préfèrent s'autofinancer avant de faire appel à des capitaux externes, sachant que les disparités sont faibles entre les pays, notamment pour les sociétés cotées en bourse. En recourant à une méthode d'investigation plus habituelle, Molay

---

nex/Seb (Séverin, 2003). Dans une étude complémentaire (Séverin et Dhennin, 2003), portant sur 53 entreprises en difficulté entre 1995 et 1998, le rôle de l'endettement sur les mesures de restructuration a fait l'objet d'une attention particulière.

<sup>14</sup> Les études de Low et Chen (2004) et de Bah et Dumontier (2001) ne s'inscrivent pas spécifiquement dans le cadre du « *trade off* ». Nous avons réinterprété leurs résultats, considérant qu'ils illustrent de façon satisfaisante le rôle joué par le risque de faillite dans les décisions de financement.

(2005) confirme l'existence d'une hiérarchie des financements, sur un échantillon de 181 entreprises françaises, sur la période 1995-2002. Les entreprises privilégient le financement interne au détriment du financement externe et, en cas de recours à un financement externe, l'endettement à l'augmentation de capital. Les résultats de ces auteurs tendent à confirmer l'idée que le mode de financement des entreprises est étroitement lié à l'existence d'asymétries informationnelles, mais pas nécessairement à des conflits d'agence.

*Quels sont les déterminants des émissions de titres ?*

Pour comprendre les raisons qui conduisent les entreprises à émettre des actions, le cadre du « *market timing* » semble approprié. Les résultats de l'étude de Henderson et al. (2006), portant sur plusieurs dizaines de milliers d'émissions à travers le monde, confirment l'importance de la valorisation des titres par le marché. En fait, si les dirigeants perçoivent que les actions sont « surévaluées », ils ont tendance à émettre des actions, considérant que ces émissions sont réalisées « à bon marché ». À l'inverse, quand les marchés sont « froids », les dirigeants préfèrent émettre des titres de créances (obligations).

## **2.2. Les conséquences de décisions de financement sur la valeur des entreprises**

La seconde question posée, en matière de décision de financement, est celle de l'incidence d'une décision de financement sur la valeur (ou la performance) des entreprises. Les enseignements sont, une fois encore, relativement spécifiques au cadre théorique mobilisé. Les caractéristiques des entreprises prises en compte dans les études reposant sur la théorie de l'agence se révèlent peu importantes lorsque d'autres cadres d'analyse sont mobilisés. En particulier, dans l'approche « *market timing* »<sup>15</sup>, les caractéristiques du marché financier occupent une place centrale.

---

<sup>15</sup> Cette approche, qui insiste sur la surévaluation des titres par les investisseurs, peut se rattacher à deux cadres théoriques différents : celui de l'asymétrie d'information (les investisseurs sont rationnels) et celui de la finance comportementale (la surévaluation traduit l'existence de biais cognitifs des investisseurs).



### 2.2.1. L'éclairage de la théorie de l'agence

Dans les entreprises managériales, on s'attend généralement à ce qu'une augmentation de l'endettement entraîne un accroissement de la valeur des actions (ou une meilleure performance). En revanche, dans les sociétés contrôlées, l'effet est plus complexe. L'endettement accroît le risque de faillite et, par conséquent, incite les actionnaires de contrôle à sélectionner des projets rentables mais, dans le même temps, en évitant la dilution de l'actionnariat, l'endettement permet aux actionnaires de contrôle de continuer à prélever des bénéfices privés.

Pour répondre à la question de l'incidence de l'endettement sur la valeur de l'entreprise, deux approches ont été développées : la première se focalise sur la réaction du marché financier à court terme et la seconde se préoccupe des effets à plus long terme (généralement sur une période de trois à cinq ans après l'opération).

*Comment réagit le marché financier à l'annonce d'une décision de financement ?*

Ducassy (2003) analyse 248 émissions d'actions ou de titres à « caractère action » (obligations convertibles en actions) en France, au cours de la période 1991-1999. En moyenne, le marché financier réagit négativement<sup>16</sup>, mais la réaction est significativement plus négative pour les émissions d'actions comparativement aux émissions d'obligations convertibles. Par ailleurs, la réaction diffère selon le but de l'opération (financement de la croissance ou restructuration du passif). Enfin, pour tous les titres émis, la présence d'opportunités de croissance amortit la réaction négative du marché financier, ce qui est conforme aux prédictions de la théorie de l'agence. En effet, la décision de lever des capitaux, surtout par émission d'actions, accroît les conflits d'intérêts dans les entreprises disposant de faibles opportunités de croissance, puisqu'elle augmente le risque de « dilapidation » des ressources par les dirigeants.

---

<sup>16</sup> Cette réaction négative a également été mise en évidence par Chollet et Ginglinger (2001), sur un échantillon restreint de 46 émissions simultanées d'actions et d'options d'achats d'actions, entre 1986 et 1995.

*Comment évolue la valeur des entreprises à long terme ?*

L'incidence négative à court terme d'une augmentation du capital est confirmée à long terme par Mansali (2005). Il met en évidence une diminution de la performance opérationnelle pour les 108 entreprises françaises ayant émis des actions (avec et sans droits de souscription), entre 1991 et 2000. Ce déclin n'est pas surprenant puisque la pression qui s'exerce sur les dirigeants est plus faible suite à une augmentation de capital qu'en cas d'endettement (Jensen, 1986). Cela étant, l'auteur avance que le pouvoir explicatif de la théorie de l'agence est relativement faible pour expliquer la dégradation de la performance, parce que les entreprises qui émettent des actions enregistrent de bonnes performances avant l'opération<sup>17</sup>.

*2.2.2. L'éclairage des autres cadres d'analyse*

Outre la théorie de l'agence, deux autres cadres d'analyse ont été retenus, mais leurs préconisations sont similaires. En effet, dans les théories du financement hiérarchique et du « *market timing* », une émission d'actions est une mauvaise nouvelle pour les investisseurs. Les divers tests ont également permis d'apprécier l'incidence à court terme et à long terme des émissions de titres sur la valeur des entreprises.

*Comment réagit le marché financier à l'annonce d'une décision de financement ?*

Burlacu (2000) a mobilisé le cadre du financement hiérarchique, dans son étude de 141 émissions d'obligations convertibles réalisées en France au cours de la période 1981-1998. La réaction du marché financier est complexe (en raison de l'existence d'une prime), mais elle semble d'autant plus négative que la « composante actions » (des obli-

---

<sup>17</sup> Aux États-Unis, des chercheurs ont constaté que les performances élevées, affichées par les entreprises avant une augmentation de capital, étaient quelque peu artificielles : elles peuvent être le fruit de manipulations comptables. Les dirigeants tentent de modifier la perception des investisseurs en gérant « à la hausse » les résultats comptables. Si une telle hypothèse, qui n'a jamais été testée en France, était vérifiée, alors la théorie de l'agence serait corroborée, puisque cela permettrait de conclure que les dirigeants « trompent » les actionnaires préalablement à l'augmentation de capital, en leur fournissant de fausses informations. On notera que ce type d'étude reflète la proximité entre certains travaux en finance d'entreprise et en comptabilité financière.

gations convertibles) est importante, ce qui valide l'hypothèse du financement hiérarchique. Cette réaction négative avait déjà été constatée préalablement par Bah (1997), sur un plus petit échantillon de 53 émissions d'obligations convertibles entre 1985 et 1991.

L'étude d'événements réalisée par Dereeper (2002), qui porte sur un échantillon de 452 émissions d'actions en France au cours de la période 1984-1999, met en évidence les deux faits suivants. Si le marché financier est « chaud », alors la valeur de l'entreprise n'est pas modifiée significativement. En revanche, la réaction est fortement négative quand le marché financier est « froid », c'est-à-dire quand de nombreuses émissions sont annoncées pour des montants élevés. Ainsi, l'auteur conclut à l'existence de moments (*market timing*) où les émissions d'actions sont mieux perçues par les investisseurs, quelle que soit la qualité des projets des entreprises qui se financent.

#### *Comment évolue la valeur des entreprises à long terme ?*

Au cours des mois qui suivent une émission d'actions, grâce à la collecte de nouvelles informations, les investisseurs ont la possibilité de se forger une meilleure idée sur la « qualité » de l'opération. Jeanne-rette (2005) analyse 232 émissions d'actions avec droit de souscription réalisées entre 1994 et 1998. Il constate que la performance à long terme dépend de l'utilisation des fonds levés : si les opérations sont réalisées pour financer des investissements, alors la performance anormale est significativement négative. En revanche, si l'émission a pour objet de restructurer le passif, alors la performance est « normale ». Par ailleurs, cet auteur trouve que les entreprises émettent généralement les actions nouvelles après une période de hausse du prix de leurs actions. Ce résultat ne modifie cependant pas les résultats précédents (renversement de la performance à long terme pour les entreprises qui souhaitent financer des nouveaux projets).

Une réaction négative du marché financier à long terme est également mise en évidence par Elbadraoui (2007), qui se focalise sur 92 émissions d'obligations convertibles au cours de la période 1990-2001. Alors que les émetteurs sont « sur-performants » au cours de l'année précédant l'opération, la performance se dégrade significativement au cours des années suivantes. L'auteur ne se préoccupe pas de la composante « actions », à l'instar de Burlacu (2000), pour vérifier si la réaction est plus négative lorsque cette composante est plus importante.

Le cadre du financement hiérarchique permet d'expliquer les résultats des deux études précédentes : l'émission d'actions constitue une mauvaise nouvelle dans un contexte d'asymétrie d'information. La réaction initiale du marché financier, négative, est amplifiée au cours des mois suivants, au fur et à mesure que de nouvelles informations deviennent disponibles pour les investisseurs, ce qui suppose que celles-ci sont plutôt « négatives ».

### **3. La politique de versement de liquidités aux actionnaires**

La politique de versement de liquidités aux actionnaires est également un sujet « classique » en finance d'entreprise, notamment depuis la publication de l'article de Miller et Modigliani (1961), qui a démontré que le versement de dividendes n'a pas d'impact sur la valeur des entreprises si les marchés financiers sont parfaits. Alors que les études américaines sur la politique de dividendes sont nombreuses, les études françaises restent relativement rares. Cette situation appelle deux commentaires.

Premièrement, la politique de dividendes dépend de la politique d'investissement de l'entreprise : en période de croissance, les dirigeants préfèrent ne pas verser de dividendes et utiliser les capitaux disponibles pour financer des projets rentables. Le versement de dividendes constitue donc une décision « résiduelle ». Cependant, le versement de dividendes peut s'avérer intéressant pour les investisseurs pour des raisons fiscales, mais également parce qu'il réduit l'asymétrie d'information et limite les conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants (Albouy et Dumontier, 1992). Compte tenu de ces divers avantages « théoriques », on aurait pu penser que les chercheurs accordent une plus grande attention à la politique de dividendes.

Deuxièmement, des études plus récentes se sont focalisées sur une modalité particulière de versement de liquidités : les rachats d'actions. Elles font suite à la réforme légale de 1998 sur les rachats d'actions par ramassage en bourse en France. Ces deux modalités de versement de liquidités ne sont cependant pas équivalentes : si le versement de dividendes n'affecte pas la structure de propriété des entreprises, tel n'est pas le cas des rachats d'actions. On peut donc considérer que, dans le contexte français, les rachats présentent un intérêt spécifique, parce

qu'ils permettent à des actionnaires de contrôle de renforcer leur position au sein de l'entreprise et, par conséquent, de protéger leurs bénéfices privés. Nous présentons les résultats des deux principaux courants de recherche : le premier aborde les déterminants des décisions de versement de liquidités et le second se préoccupe des conséquences de ces opérations.

### ***3.1. Les déterminants des décisions de versement de liquidités***

En matière de versement de liquidités, qu'avons-nous appris sur les raisons qui conduisent les dirigeants à verser des dividendes ? Par ailleurs, pourquoi les dirigeants choisissent-ils une modalité de versement plutôt que l'autre ? Le versement de liquidités constitue notamment un moyen de résoudre les conflits d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants, ou entre les actionnaires de contrôle et les actionnaires minoritaires, mais les dirigeants ont également d'autres motivations.

#### *3.1.1. L'éclairage de la théorie de l'agence*

Dans les entreprises managériales, le versement de dividendes est justifié par une volonté de résoudre les conflits d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires (Jensen, 1986). Il s'agit de réduire les liquidités disponibles afin d'éviter une « dilapidation » des ressources par les dirigeants. Par ailleurs, les dirigeants, soucieux de protéger leur capital humain, sont alors plus fortement incités à sélectionner des projets rentables, parce que les versements de dividendes accroissent le risque de défaillance de l'entreprise. Dans les sociétés contrôlées, le versement de dividendes joue un rôle similaire : il limite les montants disponibles pour les actionnaires de contrôle et, par conséquent, les conflits d'intérêts avec les minoritaires s'en trouvent potentiellement amoindris.

Concernant les rachats de ses propres actions par une entreprise, la situation est différente dans les sociétés contrôlées. Ces opérations modifient la structure de propriété des entreprises : elles permettent aux actionnaires de contrôle de renforcer leur pouvoir. Ainsi, il existe des effets positifs liés aux rachats d'actions, dus à la réduction des liquidités disponibles risquant d'être « dilapidées » et à la plus forte pression qui en découle. Toutefois, les effets négatifs (accroissement des prélè-

vements des bénéfices privés résultant d'un renforcement du contrôle) ne sont pas négligeables.

#### *Quels sont les déterminants du versement de dividendes ?*

L'étude de La Porta *et al.* (2000a), réalisée sur un échantillon comprenant 4 103 entreprises de 33 pays, a pour objet de confronter deux hypothèses dérivées de la théorie de l'agence. Le « *outcome model* » considère que les actionnaires minoritaires exercent une pression sur les dirigeants pour qu'ils se séparent de leurs liquidités. Dans le « *substitute model* », les dirigeants sont incités à payer des dividendes pour se forger une bonne réputation ; il s'agit de favoriser les intérêts des actionnaires dans le but d'obtenir des « contreparties » ultérieures. Ces auteurs confirment la supériorité du premier modèle : les dividendes sont plus élevés dans les pays où il existe une protection juridique supérieure des actionnaires minoritaires, c'est-à-dire dans des pays où ces derniers exercent plus de pression sur les dirigeants.

Faccio *et al.* (2001), qui utilisent également un échantillon important (5 897 entreprises pour l'année 1996), s'inscrivent dans le prolongement de l'étude précédente. Partant du constat que la structure de propriété des entreprises est plus fortement diluée aux États-Unis qu'en Asie de l'Est ou en Europe de l'Ouest, ces auteurs observent que la politique de dividendes est moins avantageuse en Asie et en Europe. Ils traduisent ainsi l'idée d'un risque d'expropriation des minoritaires par les actionnaires de contrôle.

Deux études de Calvi-Reveyron (1999a, 2000), réalisées sur 131 entreprises françaises pour la période 1988-1994, confirment que le niveau de dividendes est déterminé par des considérations d'agence : les entreprises managériales versent plus de dividendes que les entreprises familiales. Ce résultat corrobore l'idée que les dividendes constituent un mécanisme de résolution des conflits d'intérêts potentiels entre actionnaires et dirigeants dans les entreprises managériales. En revanche, ce résultat reflète, de fait, l'existence d'un risque d'expropriation des minoritaires par les actionnaires de contrôle. En effet, un moindre versement dans les entreprises familiales signifie que les actionnaires de contrôle peuvent se rémunérer autrement (emplois fictifs, etc.) et qu'ils préfèrent conserver plus de liquidités, ce qui accroît le risque de prélèvement de bénéfices privés.

### *Quels sont les déterminants des rachats d'actions ?*

Dereeper et Romon (2006) analysent les rachats d'actions par rassage en bourse, sur un échantillon de 1 227 programmes de rachats annoncés par 324 entreprises françaises entre 1998 et 2001. La taille de l'échantillon reflète, en soi, l'intérêt des dirigeants d'entreprises françaises pour ces opérations. Les auteurs confirment que la présence d'opportunités de croissance modérées et le contrôle de l'entreprise par des personnes physiques sont de nature à accroître l'usage des rachats d'actions, conformément aux présupposés de la théorie de l'agence. Par ailleurs, ils constatent qu'il n'existe pas de phénomène de substitution entre rachats d'actions et dividendes : les entreprises les plus actives en matière de rachat d'actions sont également celles qui présentent les politiques de dividende les plus généreuses.

#### *3.1.2. L'éclairage des autres cadres d'analyse*

Comme évoqué précédemment, les études sur le versement de liquidités sont relativement peu nombreuses. À notre connaissance, seule une seule utilisant un autre cadre d'analyse a été publiée par Ginglinger et Hamon (2007). Ces auteurs se préoccupent de la volonté des dirigeants de racheter des actions pour influencer le cours des actions. En se fondant sur un échantillon comprenant 36 848 rachats d'actions réalisés par 352 entreprises françaises entre 2000 à 2002, ils établissent que les actions sont généralement rachetées après une période de baisse des cours et que ces opérations tendent à en réduire la liquidité. Ainsi, l'existence d'une complémentarité des versements de dividendes et des rachats d'actions ne signifie pas que les motivations sont les mêmes pour les deux modalités de versement de liquidités. À l'évidence, les rachats d'actions permettent aux dirigeants de révéler des informations privées sur la sous-évaluation des actions, mais également de « manipuler » les cours en bourse des actions.

### ***3.2. Les conséquences du versement de liquidités sur la valeur des entreprises***

Un second courant de recherche tente de répondre à la question suivante : la valeur des entreprises augmente-t-elle suite à une annonce de versement de dividendes ou de rachat d'actions ? À notre connais-

sance, seules des études mobilisant, au moins partiellement, la théorie de l'agence ont été publiées.

Dans la théorie de l'agence, le versement de liquidités est généralement considéré comme une bonne nouvelle, puisque les conflits d'intérêts s'en trouvent atténués, tant entre actionnaires et dirigeants dans les entreprises managériales, qu'entre détenteurs de blocs de contrôle et actionnaires minoritaires dans les sociétés contrôlées. Autrement dit, la valeur de l'entreprise doit augmenter et le changement de valeur est *a priori* plus fort dans les entreprises où les conflits sont importants : c'est notamment le cas lorsque les opportunités de croissance sont faibles (Jensen, 1986). Cela étant, la réaction du marché financier est, en principe, plus mitigée à l'annonce de rachats d'actions, parce que ces opérations permettent aux détenteurs de blocs de contrôle de renforcer leur pouvoir.

*Comment réagit le marché financier à l'annonce d'un versement de dividendes ?*

Calvi-Reveyron (1999b) a constitué un échantillon de 275 annonces de variations de dividendes, annoncées par 153 entreprises françaises entre 1989 et 1995, pour comprendre si le marché financier accorde de l'importance aux dividendes versés par les entreprises. Cet auteur constate que la réaction positive du marché financier aux annonces de dividendes n'est significative que pour les firmes exposées au risque de surinvestissement, qui disposent de *free cash flow* (de faibles opportunités de croissance ou d'un niveau élevé de fonds discrétionnaires). Ces résultats confirment donc les présupposés de la théorie de l'agence.

*Comment réagit le marché financier à l'annonce de rachats d'actions ?*

Les résultats précédents ont été confirmés par Schatt et Poincelot (2000), sur un échantillon de 91 annonces de rachats d'actions entre fin 1998 et 1999, c'est-à-dire immédiatement après la réforme légale intervenue en 1998. L'amplitude de la réaction du marché financier est étroitement liée aux conflits d'intérêts potentiels entre actionnaires et dirigeants : le marché réagit d'autant plus positivement que les opportunités de croissance et l'endettement sont faibles et que la trésorerie est abondante. Autrement dit, les annonces de rachat d'actions consti-



tuent une bonne nouvelle dans le cas où le risque de « dilapidation » des ressources par les dirigeants est élevé.

L'étude de Ginglinger et L'Her (2006), portant sur un échantillon de 363 annonces de rachat d'actions, au cours de la même période, complète l'étude précédente. L'importance de la réaction du marché dépend de la structure de propriété des entreprises. Conformément aux présupposés de la théorie de l'agence, la réaction est notamment positive lorsqu'il existe un second actionnaire important, car il représente un contre-pouvoir en présence d'un actionnaire de contrôle.

L'importance de la structure de propriété est confirmée, indirectement, par Martinez et Parienté (2001). Pour les 168 annonces de rachats d'actions de leur échantillon, ils distinguent les opérations qui ont pour objet l'annulation des titres rachetés et qui entraînent par conséquent une modification de la structure de propriété, de celles qui ont un objet différent. Ils trouvent que le marché financier réagit plus positivement aux opérations de rachat sans annulation de titres, sachant que les opérations ayant pour objet une annulation des titres sont effectuées par des entreprises caractérisées par de faibles niveaux de performance, d'endettement et d'opportunités d'investissement. Si ces entreprises en difficulté financière cherchent à augmenter « mécaniquement » le résultat par action, on peut raisonnablement penser que ces opérations permettent aux détenteurs de blocs de « s'enraciner », afin de limiter le risque de prise de contrôle<sup>18</sup>.

#### 4. Perspectives de recherche

Au terme de cet article, nous évoquons certaines orientations possibles de la recherche en finance d'entreprise pour les années à venir. Trois aspects méritent une attention particulière : les questions de recherche, les cadres d'analyse et les méthodes d'investigation.

Premièrement, il n'est pas inutile de rappeler que les problématiques abordées par les chercheurs, au cours des dernières années, restent relativement traditionnelles. Pourquoi les dirigeants d'entreprises

---

<sup>18</sup> La concentration de l'actionariat en France n'est pas synonyme d'absence de prise de contrôle hostile. L'étude de la bataille de procuracy du Groupe André par Albouy et Schatt (2004) prouve qu'un tel risque existe si le principal actionnaire n'est pas majoritaire. Ces arguments vont d'ailleurs dans le sens des résultats de Ginglinger et L'Her (2006), sur la réaction différenciée du marché financier à l'annonce de rachats d'actions, en fonction de la présence d'un second actionnaire important.

françaises décident-ils d'acquérir d'autres entreprises ? Pourquoi décident-ils de s'endetter ? Pourquoi versent-ils des dividendes ou rachètent-ils des actions ? Comment réagit le marché financier à ces décisions ? Comment est affectée la performance à long terme par ces décisions ? On peut regretter que d'autres problématiques, dignes d'intérêt pour les dirigeants, pour les investisseurs et pour les autorités de réglementation, ne soient (quasiment) pas abordées.

Tel est, par exemple, le cas de la gestion des risques par les entreprises. À notre connaissance, seules deux études ont été publiées. Mefteh (2005) a examiné les déterminants de la couverture par des produits dérivés de 262 sociétés non financières françaises et Lautier (1998) a étudié les opérations de Metallgesellschaft sur les marchés à terme de produits pétroliers. Cette question semble pourtant essentielle, surtout dans un pays tel que la France où l'actionnariat est concentré, c'est-à-dire où les détenteurs de blocs de contrôle sont mal diversifiés et donc très sensibles au risque de faillite.

La cotation en bourse mériterait également une plus grande attention. Comment expliquer le choix fait par de très nombreuses entreprises françaises (PME) de ne pas s'introduire en bourse ? La cotation procure pourtant de nombreux avantages : accès à de nouvelles sources de financement, liquidité du patrimoine, etc.<sup>19</sup> Cette situation est-elle liée à l'existence de coûts excédant les gains espérés d'une cotation en bourse ? Si tel est le cas, comment réduire ces coûts pour favoriser le développement du marché financier ? À ce sujet, on peut regretter que nos connaissances soient quasiment nulles pour les sociétés non cotées en bourse, puisque les études réalisées portent quasi-exclusivement sur des sociétés cotées. Par ailleurs, les retraits de la cote ne sont pas étudiés, si l'on excepte les travaux d'Onnée (1998a, 1998b), alors même que ces opérations sont nombreuses en France.

Enfin, la question de la détention de liquidités par les entreprises pourrait être approfondie. Dans une étude portant sur 11 000 entreprises de 45 pays, Dittmar et al. (2003) ont déjà mis en évidence que le degré de protection légale des investisseurs influence les liquidités détenues par les entreprises. Comment a évolué le comportement des entreprises françaises au cours des années récentes en la matière ?

---

<sup>19</sup> Les introductions en bourse ont donné lieu à de nombreuses études en France. La majorité d'entre elles posent la question des raisons de la sous-évaluation des actions à l'introduction. Nous renvoyons l'auteur intéressé par ce sujet à l'ouvrage de Sentis (2004), ainsi qu'à l'article de synthèse de Broye et Schatt (2008).

Quelles sont leurs motivations à accroître, ou à réduire, le montant des liquidités détenues ? Pour répondre à ces questions, il s'avère nécessaire d'analyser les interactions entre l'investissement, le financement et les versements de liquidités, parce qu'il existe probablement un lien étroit entre ces trois types de décisions et la décision de détenir des liquidités.

Deuxièmement, en accord avec Rainelli (2008), la recherche en finance d'entreprise gagnerait vraisemblablement à faire évoluer ses cadres d'analyse<sup>20</sup>. La théorie de l'agence occupe actuellement une place centrale, mais son pouvoir explicatif reste limité. Par exemple, il est désormais admis que les fusions-acquisitions à visée disciplinaire sont rares. L'endettement et le versement de liquidités permettent certes de limiter les conflits d'intérêts, mais d'autres motivations semblent tout aussi importantes. Le courant du « *Law and Finance* », relativement récent et qui prolonge la théorie de l'agence, a déjà fait l'objet de nombreuses critiques (Charreaux, 2006 ; Vilanova, 2007). Sa capacité à apporter de nouveaux éléments de réponse semble limitée, sachant que ce cadre permet, fondamentalement, d'expliquer la variance inter-pays et non la variance (importante) intra-pays des choix des dirigeants.

Un cadre de nature sociologique pourrait être mobilisé (Rainelli, 2008). Il permettrait de vérifier que les normes sociales sont susceptibles d'expliquer les décisions prises par les dirigeants. À titre d'exemple, les réflexions sur les réseaux d'administrateurs (Charreaux, 2003) fournissent des résultats encourageants sur le rôle des réseaux sociaux. En matière de rachat d'actions, on constate, par exemple, dix ans après la réforme légale, que plusieurs milliers de programmes de rachats d'entreprises ont été proposés aux assemblées générales d'actionnaires, avec pour motivation (principale ou secondaire) une annulation des actions. Pourtant, seul un nombre limité d'entreprises a réellement racheté des actions pour les annuler. Ces opérations pourraient refléter le fait que certains dirigeants sont fortement influencés par les comportements d'autres dirigeants (mimétisme institutionnel).

Cette dernière remarque nous conduit à évoquer un second cadre d'analyse, de nature psychologique. Les apports de la psychologie ont

---

<sup>20</sup> Il est assez surprenant de constater que les cadres d'analyse sont quasiment inexistantes ou « fragiles » dans certains articles recensés. En effet, plusieurs études « exploratoires » ont été publiées, alors même que les auteurs semblent s'inscrire dans une démarche de type hypothético-déductive, plus orthodoxe en finance.

déjà été intégrés dans le champ de la finance de marché (Broihanne et al., 2006) et dans celui de la finance d'entreprise dans les travaux anglo-saxons. Cette approche nourrit en particulier les réflexions sur l'excès de confiance des dirigeants (Bessière, 2007). Il est fort probable que de nombreuses décisions sont susceptibles de s'expliquer par des « biais cognitifs ». Par exemple, des dirigeants s'engagent dans des F&A, parce qu'ils sont persuadés que ces opérations permettent de créer de la valeur, alors que les nombreux résultats empiriques mettent en évidence un impact globalement négatif pour les acquéreurs, à court terme comme à long terme.

Troisièmement, les méthodes d'investigation sont également amenées à évoluer. D'une part, l'intensification probable des relations avec les milieux professionnels (nécessité de signer des contrats de recherche pour compenser la perte de ressources publiques liée au désengagement de l'État) peut conduire les chercheurs à développer de nouvelles méthodes d'investigation : enquêtes auprès des dirigeants d'entreprises pour mieux comprendre leurs problèmes et leurs motivations à faire certains choix ; entretiens avec les dirigeants et les salariés pour mieux appréhender certains aspects organisationnels (en matière de décisions d'investissement, de gestion des risques, etc.). D'autre part, les travaux les plus récents portent sur des échantillons très importants (plusieurs milliers d'entreprises ou d'opérations sur plusieurs années). Pour les chercheurs en finance d'entreprise, l'accès à certaines bases de données (Fininfo, Thomson Financial, CRSP, IBES, etc.) constitue désormais un passage obligé. Cela étant, cette évolution nécessite également, indiscutablement, un approfondissement des connaissances économétriques. En particulier, le recours à l'économétrie des données de panel devrait s'intensifier : elle permet d'examiner simultanément les différences entre les entreprises (coupe instantanée) au cours du temps (séries temporelles).

## **Bibliographie**

Aktas N., De Bodt E. et Liagre L. (2004), « État actionnaire et création de valeur : le cas des fusions-acquisitions », *Banque & Marchés*, n° 71, p. 5-16.

- Aktas N., De Bodt E. et Roll R. (2004), « Market Response to European Regulation of Business Combinations », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 39, n° 4, p. 731-757.
- Albouy M. (1991), *Financement et coût du capital des entreprises*, Eyrolles.
- Albouy M. et Dumontier P. (1992), *La politique de dividende des entreprises*, Presses Universitaires de France.
- Albouy M. et Schatt A. (2004), « Les prises de contrôle par les actionnaires contestataires : le cas André », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 7, n° 2, p. 33-65.
- Antoniou A., Guney Y. et Paudyal K. (2006), « The Determinants of Debt Maturity Structure : Evidence from France, Germany and the UK », *European Financial Management*, vol. 12, n° 2, p. 161-194.
- Bah R. (1997), « Les réactions du marché à l'émission d'obligations convertibles », *Banque & Marchés*, n° 29, p. 12-22.
- Bah R. et Dumontier P. (2001), « R&D Intensity and Corporate Financial Policy : Some International Evidence », *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 28, n° 5-6, p. 671-692.
- Bancel F. et Mittoo U. (2004), « Why Do European Firms Issue Convertible Debt ? », *European Financial Management*, vol. 10, n° 2, p. 339-374.
- Banerjee S., Leleux B. et Vermaelen T. (1997), « Large Shareholdings and Corporate Control : An Analysis of Stake Purchases by French Holding Companies », *European Financial Management*, vol. 3, n° 1, p. 23-43.
- Bellier-Delienne A. (2001), « Politique de remboursement anticipé des obligations », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 4, n° 4, p. 5-27.
- Belze L. (2004), « Spécificités des cibles d'OPA/OPE sur le marché français : le rôle des stratégies de défense préventive », *Banque & Marchés*, n° 73, p. 34-43.
- Bessière V. (1997), « Prix d'offre publique et théorie des jeux : une investigation empirique sur le marché français », *Banque & Marchés*, n° 31, p. 28-38.
- Bessière V. (2007), « Excès de confiance des dirigeants et décisions financières : une synthèse », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 10, n° 1, p. 39-66.
- Broihanne M.H., Merli M. et Roger P. (2004), *Finance comportementale*, Economica.

- Brounen D., De Jong A. et Koedijk K. (2006), « Capital Structure Policies in Europe : Survey Evidence », *Journal of Banking & Finance*, vol. 30, p. 1409-1442.
- Broye G. et Schatt A. (2008), « Les introductions en bourse en France : un bilan de 20 années de recherche », *Working Paper*, Université de Strasbourg.
- Burlacu R. (2000), « New Evidence on the Pecking Order Hypothesis : the Case of French Convertible Bonds », *Journal of Multinational Financial Management*, vol. 10, p. 439-459.
- Calvi-Reveyron M. (1999a), « Le niveau de dividendes d'entreprises françaises cotées répond-t-il à des contraintes d'agences ? », *Banque & Marchés*, n° 38, p. 43-56.
- Calvi-Reveyron M. (1999b), « Risque de surinvestissement, signalisation et annonce du dividende : le cas français », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 2, n° 3, p. 115-145.
- Calvi-Reveyron M. (2000), « Le capitalisme familial, dans un contexte français, induit-il moins de dividendes que les autres formes d'actionariat ? », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 3, n° 1, p. 81-116.
- Charreaux G. (1999), « La théorie positive de l'agence : lecture et relectures... », in G. Koenig (coord.), *De nouvelles théories pour gérer l'entreprise du XXI<sup>e</sup> siècle*, Economica, p. 61-141.
- Charreaux G. (2001), « L'approche économique-financière de l'investissement », in G. Charreaux (coord.), *Images de l'investissement – Au-delà de l'évaluation financière : une lecture organisationnelle et stratégique*, Vuibert Fnege, p. 13-60.
- Charreaux G. (2002), « Variation sur le thème : 'À la recherche de nouvelles fondations pour la finance et la gouvernance d'entreprise' », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 5, n° 3, p. 5-68.
- Charreaux G. (2003), « Les réseaux d'administrateurs et de dirigeants », *Banque & Marchés*, n° 66, p. 47-51.
- Charreaux G. (2006), « Les théories de la gouvernance : de la gouvernance des entreprises à la gouvernance des systèmes nationaux », in G. Charreaux et P. Wirtz, *Gouvernance des entreprises – Nouvelles perspectives*, Economica, chap. 11, p. 297-386.
- Charreaux G. (2008), « La recherche en finance d'entreprise : quel positionnement méthodologique ? », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 11, n° spécial hors-série, à paraître.
- Charreaux G. et Schatt A. (2006), « La recherche française en finance : une perspective à travers les travaux des enseignants-chercheurs en

- gestion sur la période 1994-2003 », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 9, n° 1, p. 239-271.
- Charreaux G. et Wirtz P. (2006), *Gouvernance des entreprises. Nouvelles perspectives*, Economica.
- Chollet P. et Ginglinger E. (2001), « The Pricing of French Unit Seasoned Equity Offerings », *European Financial Management*, vol. 7, n° 1, p. 23-38.
- Degeorge F. et Maug E.G. (2006), « Corporate Finance in Europe : A Survey », *ECGI - Finance Working Paper No. 121/2006*, Available at SSRN : <http://ssrn.com/abstract=896518>.
- Dereeper S. (2002), « La 'fenêtre d'émission d'actions' sur le marché boursier français », *Banque & Marchés*, n° 59, p. 45-55.
- Dereeper S. et Romon F. (2006), « Rachats d'actions versus dividendes : effet de substitution sur le marché boursier français ? », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 9, n° 1, p. 157-186.
- Desbrières P. et Broye G. (2000), « Critères d'évaluation des investisseurs en capital : le cas français », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 3, n° 3, p. 5-43.
- Desbrières P. et Schatt A. (2002a), « The Impacts of LBOs on the Performance of Acquired Firms : The French Case », *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 29, n° 5-6, p. 695-729.
- Desbrières P. et Schatt A. (2002b), « L'incidence des LBO sur la politique d'investissement et la gestion opérationnelle des firmes acquises : le cas français », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 5, n° 4, p. 79-106.
- Dittmar A., Mahrt-Smith J. et Servaes H. (2003), « International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 38, n° 1, p. 111-133.
- Djankov S., McLiesh C. et Shleifer A. (2007), « Private Credit in 129 Countries », *Journal of Financial Economics*, vol. 84, p. 299-329.
- Ducassy I. (2003), « Déterminants de la réaction du marché français aux émissions de titres à caractère action », *Banque & Marchés*, n° 64, p. 46-58.
- Ducret J. (2000), « Financement intermédiaire : le recours à l'endettement subordonné par les grandes entreprises françaises », *Banque & Marchés*, n° 44, p. 33-42.
- Duprat J. (1998), « Les procédures de contrôle de l'investissement dans les divisions et les filiales », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 1, n° 3, p. 35-56.

- Dyck A. et Zingales L. (2004), « Private Benefits of Control : An International Comparison », *Journal of Finance*, vol. 59, n° 2, p. 537-600.
- Elbadraoui K. (2007), « Performance boursière à long terme des émetteurs français d'obligations convertibles. Cas du marché français (1990-2001) », *Banque & Marchés*, n° 90, p. 16-33.
- Faccio M. et Lang L. (2002), « The Ultimate Ownership of Western European Corporations », *Journal of Financial Economics*, vol. 65, n° 3, p. 365-395.
- Faccio M., Lang L. et Young L. (2001), « Dividends and Expropriation », *American Economic Review*, vol. 91, n° 1, p. 54-78.
- Faccio M. et Masulis R. (2005), « The Choice of Payment Method in European Mergers and Acquisitions », *Journal of Finance*, vol. 60, n° 3, p. 1345-1388.
- Faccio M., McConnell J. et Stolin D. (2006), « Returns to Acquirers of Listed and Unlisted Targets », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 41, n° 1, p. 197-220.
- Gajewski J.F. et Ginglinger E. (2002), « Seasoned Equity Issues in a Closely Held Market : Evidence from France », *European Finance Review*, vol. 6, p. 291-319.
- Gajewski J.F., Ginglinger E. et Lasfer M. (2007), « Why do Companies Include Warrants in Seasoned Equity Offerings ? », *Journal of Corporate Finance*, vol. 13, p. 25-42.
- Gaud P., Hoesli M. et Bender A. (2007), « Debt-Equity Choice in Europe », *International Review of Financial Analysis*, vol. 16, p. 201-222.
- Ginglinger E. et Hamon J. (2007), « Actual Share Repurchases, Timing and Liquidity », *Journal of Banking & Finance*, vol. 31, p. 915-938.
- Ginglinger E. et L'Her J.F. (2006), « Ownership Structure and Open Market Stock Repurchases in France », *European Journal of Finance*, vol. 12, n° 1, p. 77-94.
- Henderson B.J., Jegadeesh N. et Weisbach M.S. (2006), « World Markets for Raising New Capital », *Journal of Financial Economics*, vol. 82, n° 1, p. 63-101.
- Jacquillat B. et Levasseur M. (1984), « Signaux, mandats et gestion financière : une synthèse de la littérature », *Finance*, vol. 5, n° 1, p. 7-83.
- Jeanneret P. (2005), « Use of the Proceeds and Long-term Performance of French SEO Firms », *European Financial Management*, vol. 11, n° 1, p. 99-122.



- Jensen M.C. (1986), « Agency Cost Of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers », *American Economic Review*, vol. 76, n° 2, p. 261-297.
- Jensen M. (1993), « The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems », *Journal of Finance*, vol. 48, n° 3, p. 831-880.
- Jensen M.C. et Meckling W.H. (1976), « The Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n° 3, p. 305-360.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F. et Shleifer A. (1999), « Corporate Ownership Around the World », *Journal of Finance*, vol. 54, n° 2, p. 471-518.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. et Vishny R. (1997), « Legal Determinants of External Finance », *Journal of Finance*, vol. 52, n° 3, p. 1131-1150.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. et Vishny R. (1998), « Law and Finance », *Journal of Political Economy*, vol. 106, n° 6, p. 1113-1155.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. et Vishny R. (2000a), « Agency Problems and Dividend Policies Around the World », *Journal of Finance*, vol. 55, n° 1, p. 1-33.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. et Vishny R. (2000b), « Investor Protection and Corporate Governance », *Journal of Financial Economics*, vol. 58, n° 1-2, p. 3-27.
- Lautier D. (1998), « Les opérations de Metallgesellschaft sur les marchés à terme de produits pétroliers : spéculation ou couverture ? », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 1, n° 3, p. 107-129.
- Low P.Y. et Chen K. (2004), « Diversification and Capital Structure : Some International Evidence », *Review of Quantitative Finance and Accounting*, vol. 23, p. 55-71.
- Maati-Sauvez C. (2003), « La politique de remboursement anticipé des obligations convertibles sur le marché français de 1983 à 1997 », *Revue Sciences de Gestion*, n° 37, p. 69-106.
- Mansali H. (2005), « Les performances opérationnelles à long terme des entreprises françaises émettrices d'actions », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 8, n° 2, p. 207-235.
- Martinez I. et Parienté S. (2001), « Les rachats d'actions propres depuis 1998 : une étude empirique sur le marché français », *Banque & Marchés*, n° 53, p. 10-21.

- Mefteh S. (2005), « L'utilisation des produits dérivés et les caractéristiques financières des entreprises : le cas français », *Banque & Marchés*, n° 76, p. 30-38.
- Miller M.H. et Modigliani F. (1961), « Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares », *Journal of Business*, vol. 34, p. 411-433.
- Modigliani F. et Miller M.H. (1958), « The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment », *American Economic Review*, vol. 48, n° 3, p. 261-297.
- Modigliani F. et Miller M.H. (1963), « Corporate Income Taxes and the Cost of Capital. A Correction », *American Economic Review*, vol. 53, n° 3, p. 433-443.
- Molay E. (2005), « La structure financière du capital : tests empiriques sur le marché français », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 8, n° 4, p. 153-175.
- Moussu C. et Thibierge C. (1997), « Politique financière, opportunités d'investissement et actifs incorporels en Europe : théorie et étude empirique », *Banque & Marchés*, n° 30, p. 6-21.
- 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*, vol. 13, p. 187-221.
- Nehkili M., 1999, « Le choix du type et la maturité de la dette par les firmes françaises », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 2, n° 3, p. 179-206.
- Onnée S. (1998a), « Les déterminants des retraits de la cote », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 1, n° 4, p. 83-114.
- Onnée S. (1998b), « L'impact patrimonial des retraits de la cote : le cas français », *Banque & Marchés*, n° 37, p. 30-39.
- Pécherot Petit B. (2005), « Le lien entre la stratégie de l'acquéreur et sa performance sur longue période », *Banque & Marchés*, n° 74, p. 39-50.
- Poincelot E. (1999), « Le rôle de l'endettement dans le contrôle du comportement managérial : le cas des firmes dégageant du free cash-flow », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 2, n° 1, p. 75-89.
- Rainelli H. (2008), « Finance d'entreprise : voix nouvelles et nouvelles voies », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 11, n° spécial hors-série, à paraître.
- Rossi S. et Volpin P. (2004), « Cross-Country Determinants of Mergers and Acquisitions », *Journal of Financial Economics*, n° 74, n° 2, p. 277-304.

- Schatt A. et Mpasinas T. (2005), « Peut-on expliquer l'amplitude des primes d'acquisition ? Le cas des entreprises de haute-technologie cotées au NASDAQ », *Banque & Marchés*, n° 76, p. 52-60.
- Schatt A. et Poincelot D. (2000), « Réduction des conflits d'intérêts lors des rachats d'actions : le cas français », *Banque & Marchés*, n° 49, p. 50-57.
- Sentis P. (2004), *Introduction en bourse. Une approche internationale*, Economica.
- Séverin E. (2002), « Le marché réagit-il à l'annonce des mesures de restructuration ? Le cas CGG », *Banque & Marchés*, n° 58, p. 44-56.
- Séverin E. (2003), « Mesures de restructuration et faillite. Effet compétitivité ou effet contagion ? Le cas Moulinex/Seb », *Banque & Marchés*, n° 66, p. 21-35.
- Séverin E. et Dhennin S. (2003), « Structure du capital et mesures de restructuration », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 6, n° 1, p. 155-186.
- Vasconcellos G.M. et Kish R.J. (1998), « Cross-border Mergers and Acquisitions : The European-US Experience », *Journal of Multinational Financial Management*, vol. 8, p. 431-450.
- Vilanova L. (2007), « Droit et gouvernance des entreprises. Mythe ou réalité ? », *Revue Économique*, vol. 58, n° 6, p. 1181-1206.