

THEORIE FINANCIERE ET STRATEGIE FINANCIERE

G. CHARREAUX(*)

Août 1992

(*) Professeur en Sciences de Gestion, Doyen de la Faculté de Sciences
Economiques et de Gestion

IAE DIJON - Faculté de Science Economique et de Gestion

RESUME

L'objet de cet article est tout d'abord, de montrer les évolutions profondes des approches théoriques en finance, puis de faire l'inventaire des apports actuels et potentiels de la théorie financière à la stratégie financière tant sur le plan académique que décisionnel. La réflexion proposée permet de présenter les orientations récentes de la recherche financière, de montrer les applications de la théorie financière à la stratégie financière et d'insister sur les dangers d'une recherche éloignée de toute préoccupation normative.

MOTS-CLES

Théorie financière, stratégie financière, bilan académique, décision financière

ABSTRACT

The aim of this paper is first, to show the huge evolutions of different theoretical streams in finance and second, to make an inventory of present and potential contributions of financial theory to financial strategy from academic and decision-making points of view. The discussion presents recent developments of financial research, shows uses of financial theory for financial strategy and insists on drawbacks of a research, disconnected from all normative preoccupation.

KEY WORDS

Financial theory, financial strategy, academic survey, financial decision-making

Il y a plus de dix ans, en 1981 paraissait la première édition des "Principles of corporate finance"¹, rédigée par Brealey et Myers. On peut considérer que ce manuel constituait le premier ouvrage fondant véritablement l'enseignement de la finance d'entreprise sur les enseignements tirés de la recherche financière; dix ans plus tard, la quatrième édition publiée en 1991, apparaît être le manuel de référence de l'enseignement de la finance sur le plan international. La première édition de ce best-seller se concluait par un chapitre intitulé "What we do and do not know about finance". Les connaissances en matière financière s'articulaient autour de cinq "idées" fondamentales, bien connues des financiers: la valeur actuelle nette, le modèle d'équilibre des actifs financiers, l'efficience des marchés financiers, le principe d'additivité des valeurs et la théorie des options. On peut remarquer que ce bilan des connaissances ne comprenait que des modèles ou des principes théoriques, qui constituent cependant le noyau dur de la théorie financière et dont les applications actuelles et potentielles, pour la prise de décision financière sont multiples, notamment en matière de choix des investissements, de politique de financement, de dividendes et d'évaluation de la firme.

Une liste de dix problèmes irrésolus, considérés comme fondamentaux par nos deux célèbres auteurs, accompagnait cet état des connaissances:(1) Comment sont prises les décisions financières? (2) Quels sont les facteurs qui déterminent le risque et la valeur actuelle nette des projets d'investissement? (3) Le risque et la rentabilité: avons-nous oublié un facteur important? (4) Y-a-t-il des exceptions importantes à la théorie des marchés efficients? (5) Comment sont évaluées les options complexes? (6) Comment peut-on expliquer les procédures d'émission des actions ordinaires? (7) Comment peut-on expliquer la structure de financement? (8) Comment peut-on résoudre la controverse sur la politique de dividendes? (9) Quelle est la valeur de la liquidité? et (10) Comment peut-on expliquer les vagues de fusion? L'importance des questions précédentes où figurent toutes les principales décisions qui constituent la stratégie financière, peut conduire à la conclusion que l'ignorance en matière de finance d'entreprise est presque totale. La théorie financière se révélerait inapte à expliquer les principales décisions financières et les principaux résultats tenus pour acquis de la finance moderne, tels que la liaison rentabilité-risque ou l'efficience des marchés financiers seraient remis en cause. Si on ajoute à cette liste les résultats des différentes enquêtes effectuées régulièrement aux Etats-Unis sur les critères de choix d'investissement utilisés effectivement par les entreprises²

¹ - Brealey et Myers : Principles of Corporate Finance, McGraw-Hill, 1981. Cette première édition a fait l'objet d'une traduction en français et d'une adaptation au contexte canadien, Brealey, Myers et Charette: Principes de gestion financière des sociétés, McGraw-Hill, 1984.

² - Voir par exemple, Martin, Cox et MacMinn: The theory of finance, The Dryden Press, 1988, p.115, pour un tableau de synthèse des résultats des études faites sur les pratiques des entreprises en matière de choix des investissements.

qui montrent que le critère de la valeur actuelle nette est loin d'être généralisé et qu'un critère très critiquable comme la période de récupération reste très utilisé, il conviendrait d'être pessimiste quant à l'utilité de la théorie financière pour la mise en oeuvre de la stratégie financière.

Cette conclusion est-elle infirmée dix ans plus tard, alors que l'effort de recherche s'est sensiblement intensifié, et que notamment le Prix Nobel de science économique a été décerné à quatre éminents chercheurs en finance, comme F. Modigliani, H. Markowitz, M. Miller et W. Sharpe? La référence à la quatrième édition du manuel de Brealey et Myers nous donne une réponse immédiate et négative. Certes, la liste des éléments connus s'est accrue d'un article d'importance, la théorie de l'agence³ qui permet d'intégrer dans le raisonnement financier, les conflits d'intérêt entre les différents partenaires de la firme, notamment les dirigeants, les actionnaires et les créanciers. La prise en compte de cette nouvelle dimension a permis de renouveler totalement l'analyse des principales décisions financières et d'apporter des éléments de réponse à de nombreux phénomènes financiers jusqu'alors inexplicables, comme par exemple la politique de dividendes ou l'existence des financements hybrides comme les obligations convertibles. Cependant, la liste des questions non résolues est restée par ailleurs quasiment identique. Deux questions relatives à l'évaluation des options complexes et aux procédures d'émission des actions ont disparu. Elles ont reçu sinon des réponses définitives, du moins des solutions qu'on peut considérer comme satisfaisantes⁴. Deux nouvelles questions sont apparues. La première est relative à la valeur des dirigeants. Pour expliquer le phénomène de sous-évaluation de certains fonds d'investissement dont la valeur est inférieure à la somme des valeurs des actifs qui les composent, on suppose que le coût des dirigeants est supérieur au supplément de valeur qu'ils apportent. Les dirigeants constitueraient ainsi une créance hors-bilan. La seconde question porte sur le succès des innovations financières (nouveaux instruments et nouveaux marchés) qui n'est que partiellement expliqué. A première vue, le bilan de la recherche en finance sur la dernière décennie apparaîtrait faible, d'autant plus que certaines questions loin de s'être résolues se sont plutôt complexifiées. Les études empiriques les plus récentes⁵ semblent remettre en cause le lien entre le taux de rentabilité et le coefficient de sensibilité β , donc

³ - L'article de base en matière de théorie de l'agence appliquée à l'entreprise est celui de Jensen et Meckling: Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, Journal of Financial Economics, Vol.3, Octobre 1976. On trouvera une synthèse en français dans Charreaux: La théorie positive de l'agence: une synthèse de la littérature, in Charreaux et al.: De nouvelles théories pour gérer l'entreprise, Economica, 1987.

⁴ - Voir notamment pour une synthèse de la littérature sur les procédures d'introduction en bourse, Jacquillat: L'introduction en bourse, Que sais-je, PUF, 1989.

⁵ - Fama et French: The cross-section of expected stock returns, Journal of Finance, Vol.47, n°2, Juin 1992.

les principaux acquis du MEDAF (modèle d'équilibre des actifs financiers). Le récent bilan dressé par Fama⁶ sur l'efficiencia des marchés financiers conduit à douter qu'une réponse définitive puisse être rapidement obtenue. La question de la structure de financement est devenue d'une complexité extrême⁷. En caricaturant, il semblerait qu'en matière de recherche en finance, les questions restent identiques et que seules les réponses varient.

Ce bilan apparemment négatif peut surprendre et il doit être nuancé. Premièrement, il faut distinguer dans les questions non résolues, ce qui relève de la finance de marché et de la finance d'entreprise, même si cette distinction peut être contestable. Dans le premier domaine, les apports de la théorie financière sont incontestables et ne sont plus à démontrer. Les succès des nouveaux instruments financiers sont en lien direct avec les modèles directement issus de la théorie financière. La connexion théorie / pratique est immédiate; elle trouve vraisemblablement son origine dans le caractère très concurrentiel des marchés financiers qui fonde leur quasi-efficiencia. La situation apparaît très différente dans le domaine de la finance de la firme, où les réponses apportées par la théorie restent incomplètes et incertaines et où le lien avec la prise de décision demeure ténu. Cette situation trouve sans aucun doute son origine dans le caractère éminemment organisationnel de la définition et de la mise en oeuvre de la stratégie financière, qui a très bien été mis en évidence par la théorie de l'agence. La clé de la compréhension de la stratégie financière passe par la théorie des organisations, la stratégie, mais également par la théorie du droit, voire de la science politique⁸. Deuxièmement, une séparation doit être faite entre la contribution explicative de la théorie financière et sa contribution normative. Même si les questions restent identiques, les réponses récemment apportées par la recherche en finance constituent des progrès indéniables et certaines voies de recherche récemment ouvertes sont très prometteuses. La compréhension que l'on a aujourd'hui des constituants principaux de la stratégie financière (politique d'investissement, de financement, de dividendes, choix de la forme sociétale ou organisationnelle, avantages de la cotation, politique d'acquisition, etc) est sans commune mesure avec la vision théorique qui régnait, il y a dix ou vingt ans. Cependant, une meilleure compréhension des phénomènes financiers n'implique pas nécessairement un apport normatif et opérationnel conséquent. Comme on le verra, la

⁶ - Fama: Efficient capital markets: II, *Journal of Finance*, Vol.46, n°5, Décembre 1991.

⁷ - Lire sur ce point, Harris et Raviv: *The theory of capital structure*, *Journal of Finance*, Vol. 46, n°1, Mars 1991.

⁸ - Voir notamment, Roe: *Political and legal restraints on ownership and control of public companies*, *Journal of Financial Economics*, Vol.27, 1990 et Grundfest: *Subordination of American capital*, *Journal of Financial Economics*, Vol.27, 1990.

complexité de la théorie financière actuelle induit difficilement des retombées immédiatement opérationnelles, sous forme de règles ou d'outils simples.

L'objet de cet article est tout d'abord, de montrer les évolutions profondes des approches théoriques, puis de faire l'inventaire des apports actuels et potentiels de la théorie financière à la stratégie financière tant sur le plan académique, que décisionnel. Au delà du jugement sommaire et pessimiste auquel nous conduit la comparaison des deux versions du manuel de Brealey et Myers et qui ne serait certainement pas soutenu par ces deux auteurs, nous pensons qu'une telle réflexion est utile à deux égards. Premièrement, elle permet de présenter les orientations récentes de la recherche financière, donc d'émettre un signal sur les voies de recherche que nous pensons les plus prometteuses; la recherche en finance d'entreprise étant relativement délaissée en France en comparaison de la finance de marché⁹. Deuxièmement, elle montre les applications potentielles des derniers développements de la théorie financière à la stratégie financière et souligne les dangers d'une recherche éloignée de toute préoccupation normative, qui doit être centrale dans le domaine des sciences de gestion.

I - LES PRINCIPALES EVOLUTIONS DU CADRE D'ANALYSE DE LA STRATEGIE FINANCIERE

Il n'est pas dans notre propos, ni de faire une recension complète et nécessairement superficielle des différents modèles financiers appliqués à la finance d'entreprise, ni de décrire par le détail les principaux modèles ou d'inventorier les résultats des multiples études empiriques qui ont été effectuées, notamment aux Etats-Unis¹⁰. Notre objectif dans cette partie consiste à décrire les principales évolutions du raisonnement financier afin de mettre en évidence les modifications de perspective et la complexification croissante de la théorie.

Il est toujours délicat et injuste de distinguer les principales étapes de développement d'un champ de recherche¹¹. Cinq contributions cependant nous semblent essentielles dans la structuration de la pensée financière en matière de finance d'entreprise, celles de Modigliani et Miller en 1958, de Sharpe et Lintner vers le milieu

⁹- Charreaux: Rapport sur les recherches doctorales en finance, Journées des IAE, Novembre 1992, à paraître chez Economica.

¹⁰ - On trouvera une excellente synthèse des principaux modèles de finance d'entreprise malheureusement ancienne, dans Jacquillat et Levasseur: Signaux, mandats et gestion financière, Finance, Vol.5, Avril 1984. Plus récemment, l'article de Hyafil: Décisions stratégiques et valeur de la firme, Revue Française de Gestion, Janvier-Février 1991, permet également d'avoir une synthèse des apports de la théorie financière en matière de finance d'entreprise, dans une perspective différente.

¹¹ - Lire notamment sur l'évolution de la théorie financière, Charreaux: Théorie financière, Encyclopédie de gestion, Economica, 1989.

des années soixante, de Black et Scholes en 1973, de Jensen et Meckling en 1976 et de Myers et Majluf en 1984. Nous distinguerons en conséquence, la finance académique avant 1958, la période ouverte avec les travaux de Modigliani et Miller qui resituent la stratégie financière dans le cadre du marché des capitaux, l'évaluation du prix du risque par Sharpe et Lintner, la mise en évidence du caractère optionnel des décisions financières due à Black et Scholes, la prise en compte des conflits entre agents due à Jensen et Meckling et la politique financière comme résultante des problèmes posés par les asymétries d'information illustrée notamment par Myers et Majluf. Enfin, nous concluons par un bref aperçu de quelques développements récents.

1 - La finance académique avant 1958

Dans la seconde édition de son célèbre manuel¹² "Financial Management and Policy" parue il y a vingt ans, J. Van Horne distinguait les étapes principales suivantes dans l'évolution de la finance en tant que discipline académique aux Etats-Unis. Ces étapes reflètent également l'évolution de la recherche.

En résumé, les propos de Van Horne étaient les suivants. La finance comme discipline séparée de l'économie apparaît au début du siècle et son contenu principalement descriptif recouvrait alors les instruments, les institutions et les procédures utilisés sur les marchés financiers. La seconde étape se situe vers 1920. L'innovation technologique et l'émergence de nouvelles industries entraînent alors un accroissement des besoins de fonds des entreprises. Il en résulte un intérêt renforcé pour les sources de financement et la liquidité; l'attention se porte sur la description des méthodes de financement externe au détriment de la gestion financière interne de l'entreprise. La Grande Dépression marque le début d'une troisième étape où la finance se focalise sur les aspects financiers de la survie, notamment la préservation de la liquidité, les décisions de faillite et de redressement. La préoccupation principale était liée à la protection du prêteur et la réglementation financière en matière de publication de documents financiers date de cette époque. Les années quarante et le début des années cinquante consacrent une approche "traditionnelle", centrée sur le point de vue des partenaires externes, prêteur ou investisseur et principalement descriptive. La décennie suivante est caractérisée par l'intérêt porté aux méthodes de choix des investissements¹³. Les préoccupations des financiers d'entreprise s'élargissent pour inclure la décision d'investissement. De cette

¹²- Van Horne: Financial management and policy, 2 ème édition, Prentice-Hall, 1972, pp. 4 et 5.

¹³- Cette époque est notamment marquée par la publication de deux ouvrages bien connus, Lutz, F. et V.: The theory of investment of the firm, Princeton University Press, 1951 et Dean: Capital Budgeting, Columbia University Press, 1951.

époque datent également, la création des modèles d'évaluation¹⁴ et l'apparition de relations entre la gestion financière et l'analyse des titres, domaines jusqu'alors séparés. Incidemment, la création du *Journal of Finance*, se situe en 1946.

La finance comme discipline académique de cette époque, se caractérise par une absence quasi-totale de préoccupations explicatives. On cherche principalement, soit à décrire des pratiques, soit à prescrire des normes issues de la pratique. Les travaux sur les méthodes de choix d'investissement et d'évaluation sont fondamentalement normatifs; ils reposent principalement sur la théorie économique néoclassique et notamment les travaux théoriques d'I.Fisher¹⁵. Précisons cependant, que les années cinquante¹⁶ marquent une première rupture dans la pensée financière. Le type de travaux rencontrés avec la construction d'une théorie des choix d'investissement est sans commune mesure sur le plan scientifique avec la finance principalement descriptive qui prévalait auparavant. Les notions de coût de capital et de structure de financement optimale remontent à cette époque. On peut également remarquer à l'occasion, le décalage qui existait entre les développements de la finance aux Etats Unis et en France, du fait du faible rôle joué par le marché financier en France. Au début des années 1970, les manuels français qui dominaient le marché étaient principalement descriptifs et ignoraient presque totalement les développements de la finance académique.¹⁷

2 - Une première révolution dans la pensée financière: Modigliani et Miller : le principe d'arbitrage et la liaison avec les marchés financiers

L'article publié en 1958 par Modigliani et Miller¹⁸ s'inscrivait dans le courant de travaux consacré à la théorie de l'investissement. Même si cet article est particulièrement célèbre, il n'est pas inutile de rappeler les objectifs que poursuivaient ses auteurs: (1) Construire une théorie de l'incidence de la structure de financement sur la valeur de la firme en situation d'incertitude; (2) Montrer comment cette théorie pouvait être utilisée pour résoudre la question du coût du capital et développer une théorie de l'investissement

¹⁴ - Notamment le célèbre modèle de Gordon et Shapiro: Capital equipment analysis: the required rate of profit, *Management Science*, Octobre 1956. Voir également, Gordon: Dividends, earnings and stock prices, *Review of Economics and Statistics*, Vol.41, Mai 1959.

¹⁵- Fisher : *The theory of interest*, MacMillan, 1930.

¹⁶- Même s'il y eut des travaux précurseurs tels que Williams : *The theory of investment value*, Harvard University Press, 1938.

¹⁷ - La lecture des premières éditions de l'ouvrage de Depallens: *Gestion financière de l'entreprise*, Sirey est très significative à cet égard. Les premiers ouvrages de gestion financière français intégrant les principaux apports de la finance américaine ont été: Aftalion, Dubois et Malkin: *Théorie financière de l'entreprise*, PUF, 1974; Echard: *Politiques financières de l'entreprise et gestion du risque*, PUF, 1974, Vigneron: *La politique financière de l'entreprise*, Publi-Union, 1975 et Vernimmen: *Finance d'entreprise: logique et politique*, Dalloz, 1976.

¹⁸- Modigliani et Miller: *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*, *American Economic Review*, Juin 1958.

toujours en incertitude. Au delà de ce simple énoncé et des résultats obtenus, notamment celui de la neutralité de la structure de financement en situation de non-imposition, l'aspect innovateur du travail de ces deux auteurs se situait principalement dans la problématique utilisée, reposant sur le mécanisme de l'arbitrage qui assure l'équilibre du marché financier et dans la liaison effectuée entre la finance de la firme et le fonctionnement du marché financier. En fait, comme l'écrivaient les deux auteurs : "Nos "propositions" peuvent être considérées comme le prolongement de la théorie classique des marchés des capitaux¹⁹". D'une certaine façon, il s'agissait également d'une intrusion de la méthodologie économique néo-classique dans le domaine de la finance d'entreprise.

Un aspect qu'il faut également mettre en exergue, dans le travail de Modigliani et Miller, réside dans le souci d'obtenir une théorie explicative et opérationnelle. La confrontation empirique est un des points importants de leur article, même si les études sur lesquelles ils s'appuient, restent sommaires. En outre, ils sont tout à fait conscients des problèmes liés aux imperfections des marchés qui peuvent fausser le fonctionnement du mécanisme d'arbitrage. Leur argumentation pour répondre aux partisans de la théorie traditionnelle est particulièrement instructive: "Ceux qui soutiennent la théorie courante - qu'ils s'en rendent compte ou non - doivent supposer non seulement qu'il y a des retards et des frictions dans le processus d'équilibre - ce que nous pensons aussi, car nos propositions ne visent qu'à décrire la tendance centrale d'où sortiront des observations - mais aussi qu'il y a des imperfections importantes et systématiques dans le marché qui faussent les résultats. C'est une hypothèse que les économistes, en tout cas, voient avec scepticisme."²⁰. Enfin, le souci d'opérationnalité est confirmé dans leur conclusion: "Nous avons montré, de plus, comment cette théorie peut mener à une définition opérationnelle du coût du capital et comment ce concept peut servir à son tour de base pour une prise de décision d'investissement rationnelle à l'intérieur de l'entreprise".

Leur problématique très novatrice se retrouve également dans la recherche qu'ils ont effectuée sur la politique de dividendes²¹, où ils parviennent à une même conclusion de neutralité sous les hypothèses de perfection du marché financier. A nouveau, la discussion de l'incidence des imperfections est particulièrement intéressante puisque le rôle informationnel des dividendes y est explicitement analysé. La théorie de la clientèle, qui reflète les différences d'imposition des investisseurs, y connaît un début de formulation.

19. Traduction, Girault et Zisswiller: Finances modernes : théorie et pratique, Dunod, 1973 - Tome II, p.64.

20. Traduction, Finances modernes - Tome II, op. cit., p.64.

21 - Miller et Modigliani: Dividend policy, growth and the valuation of shares, Journal of Business, Vol. 34, Octobre 1961.

L'apport de Modigliani et Miller à la réflexion théorique sur la stratégie financière est donc multiple. Premièrement, les modèles développés dans le cadre de marchés parfaits sont devenus les référentiels par rapport auxquels il convient de se situer, en tentant d'analyser l'incidence des imperfections, notamment de la fiscalité ou des asymétries d'information. Deuxièmement, le souci de la testabilité des modèles théoriques développés, apparaît comme un élément majeur; la théorie doit pouvoir expliquer les phénomènes financiers réels. Troisièmement et implicitement, c'est dans la mesure où les modèles théoriques sont corroborés (non rejetés) qu'on peut utiliser les outils développés. Le saut méthodologique introduit dans la recherche financière par Modigliani et Miller apparaît au moins aussi important que l'apport strictement théorique. Il constitue implicitement le passage d'une recherche financière descriptive ou normative à une recherche financière positive, apparentée à la recherche économique; les implications de ce passage pour la recherche financière ultérieure n'ont pas toujours été clairement perçues.

Le cadre de raisonnement établi par Modigliani et Miller, fondé sur l'équilibre partiel et l'arbitrage, entraîne la *séparabilité des décisions d'investissement et de financement*; autrement dit, l'acceptation de l'investissement ne dépend pas de la façon dont l'investissement est financé. Cette propriété, si elle est valide, simplifie grandement la prise de décision financière, notamment en permettant la décentralisation. Ce cadre allait servir de référentiel pour l'extension de nombreuses recherches sur l'existence ou non d'une structure financière optimale lorsqu'on introduit des imperfections, telles par exemple, que la fiscalité ou les coûts de faillite. Les développements sur l'incidence de la fiscalité ont été très importants mais restent disputés²²; certains modèles²³ remettent en cause la séparabilité des décisions d'investissement et de financement, compte tenu des arbitrages qui peuvent se produire entre les économies d'impôt entraînées par l'investissement (déductibilité des dotations aux amortissements) et celles qui résultent de la déductibilité des frais financiers. Quel que soit le résultat obtenu, existence ou non d'une structure de financement optimale, la démarche reste celle d'un "compromis" entre les coûts et les gains respectifs des financements par fonds propres ou par dette financière; il y a optimisation statique.

3 - L'évaluation du prix du risque et sa prise en compte dans le choix des investissements, Sharpe et Lintner²⁴.

²²- Voir notamment Miller: Debt and taxes, Journal of Finance, Mai 1977 et la synthèse de Haugen et Senbet: Corporate finance and taxes: a review, Financial Management, 1986.

²³ - Notamment, De Angelo et Masulis: Optimal capital structure under corporate and personal taxation, Journal of Financial Economics, Mars 1980.

²⁴- Sharpe: Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk, Journal of Finance, Septembre 1964 et Lintner: The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets, Review of Economics and Statistics, Février 1965.

Les conclusions obtenues par Modigliani et Miller souffraient d'un inconvénient majeur; elles avaient été établies dans le cadre limitatif des classes de risque et le problème par exemple, de l'intégration du risque dans le taux d'actualisation ou de l'évaluation des flux équivalents-certains n'avait pas reçu de réponse opérationnelle. Cette dernière allait être apportée par la construction du MEDAF due à Sharpe et Lintner; ce modèle bien connu permet d'évaluer le montant des primes de risque requises en tenant compte uniquement du risque systématique (ou non diversifiable)²⁵.

L'apport de Sharpe et Lintner pour la finance d'entreprise se situe à deux niveaux. Il conduit tout d'abord, à considérer la firme comme un portefeuille d'actifs. La vision financière s'apparente alors à celle de la vision stratégique où la firme constitue un portefeuille d'activités. Ensuite, il confirme que l'évaluation de la rentabilité requise des investissements doit se faire en fonction des normes du marché financier. Cet apport peut cependant être considéré comme mineur par rapport à la contribution de Modigliani et Miller. A l'exception de la notion de portefeuille de projets, il n'y a pas de véritable avancée par rapport à la conception de la finance d'entreprise introduite par Modigliani et Miller.

La transposition du MEDAF, modèle initialement uni-périodique à un cadre multi-périodique, indispensable pour le rendre opérationnel, soulève de nombreuses difficultés. Les extensions multi-périodiques du modèle²⁶, montrent les limites importantes du modèle initial, notamment l'hypothèse d'invariance de l'ensemble des opportunités; cependant, elles ne modifient pas la façon de concevoir la firme et la politique financière. De même, le modèle d'arbitrage multi-facteurs proposé par Ross²⁷ n'implique pas de modifications sensibles du cadre d'analyse. L'apport principal de ces modèles est plutôt de montrer la complexité de l'évaluation du prix des actifs, dont le MEDAF donnait une idée trop simpliste, et la relation fondamentale qu'entretient cette évaluation avec les variables réelles telles que la consommation. D'autres travaux²⁸ permettent également d'évaluer l'incidence des imperfections informationnelles du marché sur l'évaluation du risque.

²⁵ - On trouvera une excellente synthèse de l'application du MEDAF à la finance d'entreprise dans Rubinstein: A mean-variance synthesis of corporate financial policy, *Journal of Finance*, Vol.28, 1973.

²⁶- Voir Merton: An intertemporal capital asset pricing model, *Econometrica*, Vol.41, 1973; Breeden: An intertemporal asset pricing model with stochastic consumption and investment opportunities, *Journal of Financial Economics*, Vol.7, 1979 et Cox, Ingersoll et Roll: An intertemporal general equilibrium model of asset prices, *Econometrica*, Vol.53, Mars 1985.

²⁷- Ross: The arbitrage theory of capital asset pricing, *Journal of Economic Theory*, Vol.13, Décembre 1976.

²⁸- Voir par exemple, Merton: A simple model of capital market equilibrium with incomplete information, *Journal of Finance*, Vol.42, Juillet 1987.

4 - Le caractère optionnel des investissements et des financements; Black et Scholes²⁹

La contribution de Black et Scholes est surtout célèbre pour le modèle d'évaluation des options sur action qu'elle présente, bien connu de tous les acteurs des marchés financiers. Cependant, les éléments qu'elle comporte en matière d'application de la théorie des options à la finance de la firme nous semblent encore plus importants à terme, dans la mesure où, de même que la contribution de Modigliani et Miller, ils inauguraient une nouvelle façon d'appréhender la stratégie financière.

Rappelons que pour Black et Scholes, les titres d'une société peuvent être considérés comme des options. Les actions notamment, constituent des options d'achat sur les actifs de la firme. Dans cette optique, les propriétaires initiaux sont en fait les créanciers. Les actionnaires ne deviennent propriétaires que lorsqu'ils ont levé leur option d'achat, c'est à dire remboursé les créanciers. En cas de non exercice de l'option d'achat, autrement dit, de non remboursement des dettes, les créanciers restent propriétaires des actifs. A partir de cette analyse, de nombreuses pistes de recherches ont été lancées, portant sur l'évaluation des dettes risquées, du risque de faillite, des clauses de remboursement anticipées, des obligations convertibles ou sur l'incidence de la politique de financement et de la politique de dividendes sur les conflits portant sur la répartition de la valeur de la firme entre actionnaires et dirigeants. Ce dernier aspect est particulièrement important car il montre comment les divergences d'intérêt entre actionnaires et créanciers peuvent influencer sur la politique financière.

Des travaux ultérieurs ont permis d'utiliser la théorie des options pour renouveler l'analyse d'autres aspects de la stratégie financière; en particulier, les effets des fusions, des acquisitions, des scissions. Les critères de choix des investissements ou d'évaluation de la firme ont également été révisés afin d'intégrer le caractère optionnel de certains investissements, lié par exemple aux opportunités de croissance qu'ils induisent et qu'il convient de valoriser³⁰. La théorie des options donne également des clés pour évaluer la flexibilité et le rôle de la liquidité³¹. Enfin, elle permet d'analyser sur un angle original, le problème traditionnel de la distinction capitaux propres et dettes, en niant sa pertinence; dans la mesure où il y a risque de faillite, toute dette risquée comporte une partie de

29- Black et Scholes: The pricing of options and corporate liabilities, *Journal of Political Economy*, Vol.81, 1973.

30 - Deux contributions fondamentales ont été celles de Galai et Masulis: The option pricing model and the risk factor of stock, *Journal of Financial Economics*, Vol.3, 1976. et Myers: Determinants of corporate borrowing, *Journal of Financial Economics*, Vol.5, 1977. On trouvera une synthèse dans Mason et Merton: The role of contingent claim analysis in corporate finance, in Altman et Subrahmanyam, *Recent advances in corporate finance*, Irwin, 1985.

31- Levasseur: Gestion de trésorerie, *Economica*, 1979.

capitaux propres et apparaît être une simple pondération de dette pure sans risque et de capitaux propres.

Certes, l'analogie initiale à laquelle procèdent Black et Scholes peut être fortement critiquée. En particulier, contrairement au modèle d'évaluation des options sur actions, pour lequel les valeurs des paramètres (valeur de l'actif sous-jacent, prix d'exercice, échéance, volatilité) sont hors du contrôle de l'acheteur de l'option, il n'en est pas de même dans le cas de la firme où les actionnaires peuvent agir (via les dirigeants) sur la valeur et sur le risque des actifs en fonction de la politique d'investissement pratiquée ou de la politique de dividendes. Ils peuvent également renégocier les échéances des dettes. Toutefois, même si on retient ces critiques justifiées, le nombre de phénomènes financiers inexplicables dans le cadre défini par Modigliani et Miller et auxquels la théorie des options apporte une réponse est tel qu'il convient de situer l'apport de la théorie des options sur le même plan que celle de Modigliani et Miller. Précisons cependant que le cadre de la théorie des options peut être considéré comme une extension de l'approche de Modigliani et Miller; les approches habituelles de la structure du financement et du coût du capital restent valides, même si la valorisation du risque de faillite entraîne certaines modifications dans la valorisation des coûts des différentes sources de financement.

5 - La politique financière comme mode de résolution des conflits, la théorie positive de l'agence de Jensen et Meckling

L'article de Jensen et Meckling³² peut être considéré comme le premier article d'importance, remettant véritablement en cause le référentiel établi par Modigliani et Miller pour analyser la politique financière; on peut même prétendre qu'il constitue un nouveau référentiel. Le cadre établi par Modigliani et Miller restait très sommaire, même si on tient compte des avancées liées au modèles d'évaluation du risque successifs. Deux classes d'agents y sont implicitement considérées, les actionnaires et les créanciers; les dirigeants gèrent conformément aux intérêts des actionnaires et recherchent la maximisation de leur richesse; il n'y a pas d'asymétrie d'information. Enfin, la firme en tant que mécanisme institutionnel, est ignorée. Jensen et Meckling fondent au contraire leur approche de la finance sur une vision originale de la firme, considérée comme un ensemble de contrats établis entre des individus aux objectifs divergents et conflictuels et dont le niveau d'information diffère.

Dans ce cadre, les principales composantes de la politique financière³³ deviennent des moyens de résoudre les conflits qui existent entre dirigeants, actionnaires et créanciers

³²- Jensen et Meckling: op. cit.

³³- Barnea, Haugen et Senbet: Market imperfections, agency problems, and capital structure: a review, *Financial Management*, Été 1981, pour un survey de la politique financière en liaison avec la théorie de l'agence.

et qui naissent des divergences d'objectifs et des asymétries d'information qui entraînent les phénomènes traditionnels de risque moral et de sélection adverse. Le risque moral naît de l'impossibilité pour le principal d'évaluer l'effort fourni par l'agent; par exemple, les actionnaires sont dans l'incapacité d'apprécier, compte tenu de sa complexité, la qualité de la gestion assurée par les dirigeants. Le phénomène de sélection adverse trouve son origine dans l'impossibilité qu'a le principal d'avoir une connaissance précise des caractéristiques du bien ou du service sur lequel porte le contrat avec l'agent; ainsi, en cas d'introduction en bourse, les investisseurs, contrairement au dirigeant-proprétaire ne connaissent pas précisément les caractéristiques de l'entreprise. Différents types de coût, dénommés coûts d'agence sont associés aux conflits qui naissent des relations entre actionnaires, dirigeants et créanciers. La structure optimale de financement notamment s'obtient par arbitrage entre les coûts d'agence associés au financement par fonds propres externes et de ceux liés à l'endettement; l'optimum correspond à la minimisation des coûts d'agence totaux. Les politiques de dividendes, les prises de contrôle, les clauses contractuelles et l'apparition des financements hybrides deviennent des outils permettant de discipliner les dirigeants ou de résoudre les problèmes posés par l'asymétrie d'information.

Cette analyse a des conséquences extrêmement importantes. Premièrement, la séparabilité des décisions d'investissement et de financement est remise en cause. La théorie justifie l'existence d'interactions entre politique d'investissement et de financement³⁴; certaines situations conduisent à un sous-investissement. Deuxièmement, elle soulève le problème du choix des objectifs, faut-il maximiser la valeur pour les actionnaires, les dirigeants...? Troisièmement, elle incite les financiers à intégrer la finance avec la théorie des organisations et à se préoccuper de questions telles que la structure de propriété, le conseil d'administration ou les systèmes de rémunération de dirigeant³⁵, dans la mesure où elles ont une incidence directe sur la politique financière.

La démarche entreprise par Jensen et Meckling a un objectif positif affirmé, il s'agit d'expliquer les phénomènes financiers observés; les variables privilégiées sont les coûts d'information, la structure de l'environnement, les techniques contractuelles et les systèmes de contrôle. Parallèlement, s'est développée une branche normative³⁶ plus

³⁴- Ravid: On interactions of production and financial decisions, *Financial Management*, Automne 1988.

³⁵- Charreaux et Pitol-Belin: *Le conseil d'administration*, Vuibert, 1991 pour une revue de la littérature sur le conseil d'administration et sur les systèmes de rémunération. Voir également, Desbrières: *Participation financière, stock-options et rachats d'entreprise par les salariés*, *Economica* 1991.

³⁶ - Parmi les premiers modèles de la branche normative appliquée à la finance, on peut noter pour le rôle attribué à la dette, Grossman et Hart: *Corporate financial structure and managerial incentives*, in McCall: *The economics of information and uncertainty*, University of Chicago Press, 1982. Voir Jensen: *Organization theory and methodology*, *Accounting Review*, Avril 1983, pour une comparaison des deux branches de la théorie de l'agence.

préoccupée de déterminer les formes des contrats optimaux permettant de résoudre les conflits entre les différents agents, en fonction de la structure des préférences, de la nature de l'incertitude et de la structure informationnelle. Les résultats obtenus par cette branche de la recherche financière, très formalisée et fortement intégrée avec la recherche économique, contribuent également de façon substantielle à améliorer la compréhension de la politique financière.

6 - La politique financière comme mode de signalisation, Myers et Majluf ³⁷

Même si l'asymétrie d'information existant entre les dirigeants et les apporteurs de capitaux externes, apparaît être une des caractéristiques du cadre d'analyse posé par la théorie de l'agence, l'élément central de l'analyse se situe dans la relation d'agence et dans les conflits d'intérêt qui lui sont liés. La démarche utilisée reste par ailleurs très traditionnelle dans la mesure où les décisions financières s'obtiennent par minimisation des coûts d'agence; on demeure dans un cadre d'analyse purement marginaliste. La modélisation proposée par Myers et Majluf rompt avec ce schéma en plaçant au premier plan les problèmes posés par l'asymétrie d'information et en consacrant un cadre d'étude inspiré de la théorie des jeux³⁸.

Des travaux comme celui de Ross³⁹ à l'origine de la théorie du signal appliqués à la finance d'entreprise, peuvent être considérés comme précurseurs. Rappelons que Ross montre comment le niveau d'endettement peut être utilisé pour résoudre le problème de l'asymétrie d'information entre les dirigeants supposés mieux informés et les investisseurs. Un modèle similaire a également été proposé pour justifier la politique de dividendes. Le niveau de l'endettement ou des dividendes versés seraient des signaux permettant d'informer les investisseurs de la qualité réelle des opportunités d'investissement.

La modélisation des décisions financières, proposée par Myers et Majluf, peut être considérée comme un jeu intervenant entre les dirigeants qui cherchent à maximiser la richesse des actionnaires en place et les apporteurs de capitaux, nouveaux actionnaires ou créanciers. Les résultats obtenus révèlent des interactions entre les décisions d'investissement et de financement et sont à l'origine d'une théorie hiérarchique des financements ("Pecking order theory") où il s'avère préférable de financer en priorité par autofinancement, puis par dette et enfin par augmentation de capital (réservée à de

³⁷ - Myers et Majluf, Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics*, Vol.13, 1984. Lire également Myers, The capital structure puzzle, *Journal of Finance*, Vol.39, Juillet 1984.

³⁸ - Voir Thakor: *Game theory in finance*, Financial Management, Printemps 1991.

³⁹ - Ross: The determination of capital structure: the incentive signalling approach, *The Bell Journal of Economics*, Vol.40, 1977. Voir également Leland et Pyle, Information asymmetries, financial structure and financial intermediaries, *Journal of Finance*, Vol.32, 1977.

nouveaux actionnaires). Le travail initial de Myers et Majluf allait être suivi de très nombreux travaux qui selon les hypothèses adoptées, peuvent conduire à des hiérarchies différentes dans les financements⁴⁰.

Une telle démarche rompt avec la problématique de la recherche d'une structure de financement optimale et introduit une vision dynamique de la structure de financement, très différente de la vision statique apportée par la théorie dite de l'arbitrage et qui semble avoir un pouvoir explicatif supérieur des pratiques des firmes. Le caractère contingent des résultats des modèles en fonction des hypothèses posées, notamment quant aux objectifs poursuivis par les décideurs, au niveau d'information des différents partenaires ou à l'ordre dans lequel s'effectuent les décisions (priorité aux informés ou aux non informés⁴¹) laisse cependant douter qu'on puisse parvenir à des résultats généralisables. En outre, la plupart des modèles développés font référence à des jeux de type non coopératifs. Comme le souligne Thakor, deux autres branches de la théorie des jeux, la théorie des jeux coopératifs et la théorie des jeux évolutionniste (evolutionary game theory) peuvent avoir des implications fructueuses permettant une meilleure compréhension des phénomènes financiers. Un domaine évident d'application des jeux coopératifs réside dans la prise en compte des phénomènes de renégociation⁴² des dettes qui surviennent en cas de défaillance. La théorie des jeux évolutionnistes dont le domaine d'application privilégié est la biologie repose sur les notions d'adaptation et de survie. Appliquant cette théorie dans le domaine financier, Cornell et Roll⁴³ ont permis de mieux comprendre le rôle joué par les analystes financiers.

7 - Les prolongements de la théorie de l'agence, l'apport de la théorie des coûts de transaction et la théorie stratégique de la structure de financement

Depuis 1984, aucune contribution n'est apparue dont l'importance puisse se comparer aux précédentes. Par exemple, la théorie du free cash-flow⁴⁴ qui insiste sur le rôle disciplinaire de l'endettement pour diminuer la marge de manoeuvre des dirigeants, n'est qu'une composante particulière de la théorie de l'agence. Les cadres fixés par Jensen et Meckling ou Myers et Majluf se sont cependant substantiellement enrichis. Par ailleurs, le courant des coûts de transaction appliqué à la finance de la firme apporte une

40- Harris et Raviv : 1991, op. cit.

41- Thakor, op. cit.

42- Pour une prise en compte du phénomène de renégociation mais dans un cadre non-coopératif, voir Bergman et Callen: Opportunistic underinvestment in debt renegotiation and capital structure, *Journal of Financial Economics*, Vol.29, 1991.

43- Cornell et Roll: Strategies for pairwise competitions in markets and organizations, *Bell Journal of Economics*, 1981.

44- Jensen: Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers, *American Economic Review*, Vol.76, 1986.

nouvelle perspective complémentaire de celle de la théorie de l'agence. Enfin, la littérature stratégique contribue également à enrichir l'analyse.

(1) L'élargissement et l'approfondissement du cadre de la théorie de l'agence⁴⁵

Les recherches initiales apparentées à la théorie de l'agence se limitaient à l'analyse des conflits entre trois catégories d'agents: les dirigeants, les actionnaires et les créanciers. Certaines recherches récentes s'orientent soit vers un approfondissement de ces catégories, soit vers un élargissement à d'autres types de partenaires.

Dans le premier cas, on affine l'analyse pour distinguer au sein des actionnaires des catégories particulières, les détenteurs de blocs de contrôle ou les investisseurs institutionnels par exemple, dont les objectifs sont différents de ceux des petits porteurs⁴⁶. De même, une distinction dans la nature des créanciers, par exemple entre obligataires et banques, permet également d'enrichir l'analyse et de reconsidérer le problème de l'intermédiation financière en insistant sur le rôle particulier des banques⁴⁷. L'analyse du rôle des banques conduit aussi à faire une analyse comparative de systèmes financiers nationaux, par exemple le Japon et les Etats-Unis et à mieux cerner le rôle particulier des banques au Japon⁴⁸. L'approfondissement consiste également à mieux examiner l'articulation des différentes modalités de contrôle des dirigeants et plus particulièrement, les relations entre la politique financière et les modes de rémunération⁴⁹ et d'intéressement ou de protection des dirigeants.

Dans le second cas, on tente d'intégrer dans l'analyse⁵⁰ d'autres partenaires, tels que les employés, les clients, les fournisseurs, les collectivités locales, les Pouvoirs Publics... Les coûts d'agence comprennent également les coûts nés des conflits entre ces agents et la firme. Par exemple, un trop fort endettement qui accroît le risque de faillite va à l'encontre des intérêts des clients qui ont acheté des biens durables et qui sont liés par un contrat de garantie avec la firme. Un lien peut être établi entre la politique de qualité

45- A laquelle on assimile les travaux fondés sur l'asymétrie d'information

46- Voir par exemple, Shleifer et Vishny: Large shareholders and corporate control, *Journal of Political Economy*, *Journal of Political Economy*, Vol.94, 1986 ou plus récemment, Stulz, Walkling and Song: The distribution of target ownership and the division of gains in successful takeovers, *Journal of Finance*, Vol. 45, Juillet 1990.

47- Voir Seward: Corporate financial policy and the theory of financial intermediation, *Journal of Finance*, Vol.45, Juin 1990.

48- Voir Hoshi, Kashyap et Sharfstein: Corporate structure, liquidity and investment: evidence from Japanese industrial groups, *Quarterly Journal of Economics*, Février 1991 et The role of banks in reducing the costs of financial distress in Japan, *Journal of Financial Economics*, 1991.

49- Smith et Watts: The investment opportunity set and corporate financing, dividend and compensation policies, *Papier de recherche*, Université de Rochester, Décembre 1991.

50- Notamment Titman: The effect of capital structure on a firm's liquidation decision, *Journal of Financial Economics*, Mars 1984; Cornell et Shapiro: Corporate stakeholders and corporate finance, *Financial Management*, Printemps 1987; Maksimovic et Titman: Financial policy and reputation for product quality, *Review of Financial Studies*, Vol.4, 1991.

des produits et la politique d'endettement. On s'oriente ainsi vers une conception entièrement nouvelle du bilan de la firme, comme le suggèrent Cornell et Shapiro⁵¹, où la notion de capital organisationnel, défini comme la valeur de marché de l'ensemble des "créances" implicites futures que la firme projette de vendre, tient une place centrale.

Schéma 1: Le bilan élargi de Cornell et Shapiro

Actifs	Dettes et Capitaux propres
Actifs circulants	Dettes à court terme
Actifs fixes	Dettes à long terme
Capital organisationnel	Créances organisationnelles
	. nées des transactions passées
Actifs totaux	. attendues des transactions futures
	Capitaux propres
	Différence entre valeur de marché
	et valeur comptable des
	capitaux propres
	Total des dettes et des capitaux propres

La démarche de Cornell et Shapiro accorde un rôle déterminant à la mise en relation de la politique financière et du risque de faillite. Fama⁵² procède à une analyse plus générale dans son argumentation, en examinant la structure de l'ensemble des contrats qui interviennent dans le fonctionnement de la firme. En particulier, il insiste sur la forte prééminence des contrats caractérisés par des coûts fixes. L'examen de la nature des coûts contractuels lui permet d'expliquer le fait que les structures de financement soient toujours mixtes (dettes et fonds propres), quelle que soit la forme organisationnelle, avec une prééminence des dettes et d'insister sur le rôle des créanciers financiers spécialisés (banquiers, obligataires...) pour assurer un rôle de contrôle qui bénéficie à l'ensemble des agents contractants.

Cet élargissement de la théorie de l'agence entraîne un rapprochement entre la théorie financière, la théorie des organisations, l'économie industrielle et la stratégie.

(2) Williamson⁵³, la théorie des coûts de transaction et la conception institutionnelle de la finance d'entreprise

Bien que la théorie des coûts de transaction possède un certain nombre de similitudes avec la théorie de l'agence, l'analyse de la politique de financement proposée par Williamson conduit à une conception très différente de la décision de financement.

⁵¹- Cornell et Shapiro: op. cit., p.8

⁵²- Fama: Contract costs and financing decisions, Journal of Business, Vol.63, 1990.

⁵³- Williamson: Corporate finance and corporate governance, Journal of Finance, Vol.43, Juillet 1988.

S'appuyant sur le cadre traditionnel de la théorie des coûts de transaction, Williamson analyse la décision de financement comme une transaction particulière où le degré de spécificité de l'actif financé joue un rôle central. La dette ou les fonds propres ne sont plus considérés comme des instruments financiers et analysés en fonction de leurs coûts d'agence respectifs, mais comme des "structures de gestion" (governance structure) de la transaction particulière que constitue le financement d'un investissement. Conformément à une des conclusions générales établie par la théorie des coûts de transactions, la gestion par le marché se révèle préférable si la spécificité des investissements financés est faible; inversement, pour les investissements à degré de spécificité élevé, la gestion institutionnelle apparaît moins coûteuse. Par analogie, la dette est assimilée à un mode de gestion par le marché, fondé sur un ensemble de règles établies: service régulier des intérêts et du principal, respect de certains ratios, prises de garanties. En cas de liquidation, le faible caractère spécifique des actifs donnés en garantie permet en principe, aux créanciers de récupérer leurs fonds. Quant au financement par fonds propres, il constitue un mode de gestion de type institutionnel où la relation de pouvoir joue un rôle important. Pour Williamson le financement par capitaux propres présente les propriétés suivantes: (1) il procure un statut de créancier résiduel tant sur les résultats que sur la liquidation des actifs; (2) la durée du contrat correspond à la durée de vie de la firme; (3) le conseil d'administration représentant les intérêts des actionnaires est chargé de gérer la transaction en contrôlant les dirigeants. En conséquence, les modalités de financement de la firme dépendent ainsi de la nature des actifs.

L'analyse de la politique financière ainsi suggérée, implique la non séparabilité des décisions d'investissement et de financement, puisque le financement choisi sur la base de sa capacité à gérer la transaction entre les apporteurs de capitaux et la firme, est fonction du degré de spécificité des actifs. La notion de structure de financement optimale disparaît également et l'analyse de la décision de financement s'apparente à celle de la théorie du financement hiérarchique; les mode de financement sont choisis prioritairement en fonction de leur capacité à minimiser les coûts de transaction au lieu de l'être en fonction du critère d'asymétrie d'information. D'une façon plus générale, la théorie des coûts de transaction s'éloigne d'ailleurs du raisonnement marginaliste pour comparer directement les coûts des différentes institutions ou structures de gestion. On peut reprocher son caractère sommaire à la théorie proposée par Williamson, dans la mesure où les financements hybrides n'ont pas reçu véritablement de justification; cependant, de même que la théorie des coûts de transaction est parvenue à justifier des formes d'organisation

hybrides⁵⁴ telles que la franchise, les réflexions initiales de Williamson en matière de politique financière pourront vraisemblablement être étendues pour expliquer ces formes de financements.

(3) Barton et Gordon et la théorie stratégique de la structure de financement⁵⁵

La démarche proposée par Barton et Gordon tout en s'inspirant de nombreux résultats issus de la recherche financière, se situe dans le courant de recherche stratégique. Ils supposent que les décisions en matière de structure de financement sont fondées sur les valeurs et les objectifs des dirigeants, en liaison avec les facteurs internes ou externes qui influent sur le risque ou le contrôle de la firme. Ils transposent la démarche suivie par Chandler sur la liaison stratégie - structure organisationnelle, à la liaison stratégie - structure de financement. En utilisant , la typologie des stratégies de Rumelt⁵⁶ , ils montrent l'existence d'une relation entre le type de stratégie suivie et la structure de financement. Dans un travail ultérieur, Barton, Hill et Sundaram⁵⁷, tentent d'établir un lien entre l'approche stratégique et l'approche suggérée par Cornell et Shapiro en approximant la notion de capital organisationnel par le type de stratégie suivie.

II - LES APPORTS DE LA THEORIE FINANCIERE A LA STRATEGIE FINANCIERE

Deux éléments méritent d'être soulignés dans l'évolution de la finance académique appliquée à la stratégie financière, telle que nous venons de la décrire. D'une part, originellement descriptives et normatives, ses préoccupations sont devenues principalement explicatives. On cherche avant tout à expliquer la stratégie financière avant éventuellement de s'orienter vers la production de règles ou d'outils. D'autre part, la démarche utilisée reflète en grande partie celle de l'évolution de la théorie économique appliquée aux organisations.

Ces deux caractéristiques conditionnent fortement l'inventaire des apports de la théorie financière à la stratégie financière que nous allons tenter de dresser à présent, en distinguant successivement , les aspects académique et opérationnels.

54. Pour une analyse comparée des différentes formes de gestion des transactions, Williamson: *Comparative economic organization: the analysis of discrete structural alternatives*, Administrative Science Quarterly, Vol.36, Juin 1991.

55. Barton et Gordon: *Corporate strategy: useful perspective for the study of capital structure?*, Academy of Management Review, Janvier 1987; Barton et Gordon: *Corporate strategy and capital structure*, Strategic Management Journal, 1988

56. Rumelt: *Strategy, structure and economic performance*, Harvard University Press, 1974.

57. Barton, Hill et Sundaram: *An empirical test of stakeholder theory predictions of capital structure*, Financial Management 1989.

1 - Un bilan académique

Pour effectuer cet inventaire, de façon très orthodoxe, nous séparerons les éléments qui peuvent être portés à l'actif, de ceux du passif.

(1) - l'actif

Inventorier l'actif du point de vue académique revient à se poser la question suivante: a-t-on une meilleure compréhension de la politique financière des entreprises? Sans aucun doute, la réponse est positive. Certes, si on se réfère à la liste des questions irrésolues posées par Brealey et Myers, cette conclusion peut apparaître contestable, mais il convient d'aller au delà des apparences en fonction des arguments suivants.

Premièrement, même s'il n'existe pas de réponses définitives aux questions posées, il existe actuellement pour la plupart d'entre elles, des modèles qui permettent de comprendre certains phénomènes, jusqu'alors inexpliqués. Des explications rationnelles existent par exemple pour justifier la politique des dividendes, l'existence de financements hybrides, le recours à des critères d'investissement autres que la valeur actuelle nette ou expliquer la valeur de la liquidité.

Deuxièmement, le traitement de certaines questions a été entièrement renouvelé. Par exemple, il n'est pas sûr que les notions de structure de financement ou de politique de dividende optimales, examinées selon l'optique traditionnelle, aient même un sens. La conception traditionnelle de la structure de financement optimale, la "static tradeoff theory" pour reprendre le terme de Myers, repose sur un arbitrage entre les coûts (coûts de faillite explicites ou implicites) et gains (valeur des économies d'impôt) liés à l'endettement, permettant d'obtenir une structure financière optimale, maximisant la valeur de la firme. Si on accepte cette théorie, les structures de financement observées peuvent faire l'objet de deux interprétations, (1) soit, il n'y a pas de coûts d'ajustement des structures et les ratios observés sont optimaux; les différences entre firmes résultent alors de différences dans le degré de risque encouru ou dans les variables déterminant la structure de financement optimale; (2) soit, il y a des coûts d'ajustement significatifs, les firmes tentent de se rapprocher du ratio optimal cible à long terme, et les ratios observés peuvent s'écarter sensiblement des valeurs optimales. Myers estime que si on accepte la première hypothèse, la théorie de l'arbitrage ne permet pas de rendre compte de façon satisfaisante de la dispersion des structures de financement observées. Dans le second cas, il convient de modifier l'orientation des recherches et de porter l'attention sur les coûts d'ajustement. Il trouve préférable cependant de s'orienter dans la voie ouverte par la théorie du financement hiérarchique. Le scénario proposé par cette théorie, fondée sur les asymétries d'information diffère totalement de celui de la théorie de l'arbitrage statique. La structure de financement résulte d'une succession de décisions "optimales" dans le

sens où à chaque décision, on tente d'éviter les coûts liés à l'asymétrie d'information (élimination de projets d'investissement à valeur actuelle nette positive, émission d'actions à des prix sous-évalués). La structure de financement observée reflète alors l'histoire financière de l'entreprise; la notion de structure financière optimale au sens de ratio optimal disparaît.

Troisièmement, les principales évolutions recensées, notamment la prise en compte des conflits d'intérêt entre les agents, des asymétries d'information, du caractère optionnel des financements ou des investissements, de la spécificité des actifs a permis de rapprocher sensiblement la démarche théorique des raisonnements effectivement observés dans la pratique. A titre d'exemple, un des arguments les plus souvent cités en faveur de la théorie du financement hiérarchique pour justifier de sa pertinence consiste en un rapprochement avec les observations de la pratique des firmes effectuées par Donaldson⁵⁸. De même, la non-séparabilité des décisions d'investissement et de financement qui sous-tend la plupart des modèles financiers centrés sur les problèmes d'asymétrie d'information peut apparaître plus conforme aux pratiques des entreprises.

Quatrièmement, la non-séparabilité résulte d'une conception de plus en plus intégrative et extensive des décisions financières. Les modèles financiers les plus complexes considèrent les interactions entre politiques d'investissement, politique de financement, politique de dividendes et politique de rémunération. Des concepts tels que la réputation ou le capital organisationnel, voire la culture d'entreprise ont été introduits et semblent amenés à jouer un rôle de plus en plus important pour comprendre les décisions financières.

Cinquièmement, la complexification du cadre d'analyse en particulier, la prise en compte de l'ensemble des partenaires de la firme se traduit par une fécondation réciproque de plusieurs champs d'analyse⁵⁹, théorie financière, théorie des organisations, économie industrielle, droit, stratégie, gestion des ressources humaines, science politique, théorie des jeux, qui ne peut qu'enrichir à terme notre compréhension du fonctionnement des organisations et qui permet de décloisonner des champs de recherche parfois trop étroitement délimités. L'intégration des facteurs institutionnels, juridiques ou politiques conduit également à renforcer l'attention portée aux différences qui existent dans les pratiques financières des différentes nations. On constate des différences substantielles dans les structures de financement des firmes des différentes nations qu'il convient d'expliquer.

⁵⁸- Donaldson: Corporate debt capacity: a study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity, Harvard Graduate School of Business Administration, 1961.

⁵⁹- Des articles comme ceux de Eisenhardt: Agency theory: an assessment and review, Academy of Management Review, 1990 et Hill et Jones: Stakeholder -Agency theory, Journal of Management Studies, 1992, sont particulièrement révélateurs à cet égard.

(2) - le passif

L'analyse du passif de la recherche financière montre que le gain obtenu dans la compréhension des stratégies financières a pour contrepartie une complexification importante de la recherche.

Premièrement, la meilleure compréhension de la stratégie financière se fait grâce à une multiplication de modèles particuliers, plutôt que par une véritable théorie intégratrice; certains modèles ont un caractère *ad hoc* difficilement contestable. En caricaturant, on pourrait presque prétendre qu'il y a pléthore de modèles explicatifs aux conclusions parfois contradictoires. La synthèse réalisée par Harris et Raviv⁶⁰ sur la théorie de la structure de financement illustre très bien ce phénomène.

Deuxièmement, la formalisation semble atteindre ses limites lorsqu'il s'agit de construire des modèles mettant en oeuvre des agents multiples, dans un cadre dynamique et en incertitude. Il n'est pas évident que la modélisation mathématique soit à terme l'outil le plus productif pour explorer certains phénomènes, compte tenu de leur complexité. Des branches de recherche comme celles des coûts de transaction ou de la théorie positive de l'agence parviennent à des résultats significatifs en recourant peu à la formalisation.

Troisièmement, le résultat de nombreux modèles dépend des hypothèses comportementales posées. Par exemple, Myers et Majluf⁶¹ postulent trois choix possibles d'objectifs pour les dirigeants avant d'élaborer leur modèle: (1) les dirigeants gèrent dans l'intérêt de l'ensemble des actionnaires et ignorent les conflits d'intérêt entre les anciens et les nouveaux actionnaires; (2) les dirigeants agissent dans les intérêts des anciens actionnaires et supposent qu'ils sont passifs; (3) les dirigeants agissent dans l'intérêt des anciens actionnaires et modifient rationnellement la composition de leurs portefeuilles en observant les décisions de la firme. Selon l'hypothèse retenue, les résultats obtenus diffèrent sensiblement et aucune des formulations n'est exempte de critique et ne s'impose plus qu'une autre. Plus récemment, Myers⁶² propose une autre hypothèse comportementale pour construire une théorie organisationnelle de la structure de financement très hétérodoxe, qui se veut cependant une généralisation de la théorie du free cash-flow de Jensen; les dirigeants maximiseraient la richesse placée sous leur contrôle (corporate wealth). Cette dernière est composée des fonds propres et du surplus organisationnel, défini comme la valeur actuelle d'éléments discrétionnaires et compressibles, tels que les avantages en nature, un surcroît de personnel ou des salaires

60. Harris et Raviv: 1991, op. cit.

61. Myers et Majluf: 1984, op.cit., 1984

62. Myers: Still searching for optimal capital structure, Communication aux Journées internationales de l'AFFI, Juin 1990.

supérieurs aux normes du marché. Cet objectif ne s'identifie cependant pas à la maximisation de l'utilité des dirigeants retenue dans la plupart des modèles issus de la théorie de l'agence. Comme le dit Myers⁶³, "We are concerned with the behavior of the organization as a whole rather than the personal motives and decisions of a few people at the top of the corporate hierarchy". Le dirigeant représente la firme en tant que coalition; la firme devient en fait l'entité qui maximise la valeur. De nouveau, les conclusions obtenues en matière de politique financière sur la base de ce modèle diffèrent par exemple, de celles de la théorie du financement hiérarchique stricto-sensu. La contingence de la théorie par rapport aux hypothèses comportementales nous semble un inconvénient de poids pour la construction d'une théorie financière de portée suffisamment générale.

Quatrièmement, la testabilité de la plupart des modèles soulève de nombreuses difficultés, or la valeur scientifique d'une théorie est liée à son caractère testable. La plupart des variables fondamentales qui sous-tendent les modèles financiers sont soit non-mesurables, soit imparfaitement mesurables, notamment des éléments tels que les coûts d'agence, la spécificité des actifs ou les coûts de faillite. Les variables de substitution proposées comme approximations, présentent le plus souvent un caractère ambigu. L'intégration de variables complexes comme la réputation ou le capital organisationnel risque de rendre le problème de la mesurabilité des variables encore plus crucial. Ce problème de testabilité est également lié au caractère interactif de l'ensemble des décisions financières. Quelles sont les variables explicatives et les variables expliquées? Les sens de causalité deviennent de plus en plus difficiles à identifier. Peut-on prétendre, par exemple, que la structure de détention du capital est une variable explicative de la politique de financement? Ne constitue-t-elle pas une réponse institutionnelle endogène d'un système plus global incluant l'ensemble des décisions financières? Peut-on poser, à l'instar de Williamson, la spécificité des actifs comme une variable explicative déterminante? Ne résulte-t-elle pas de choix stratégiques dictés par d'autres considérations, liées par exemple aux préférences des dirigeants?

Cinquièmement, d'une certaine façon la théorie financière se singularisait jusqu'alors par un certain consensus sur le référentiel dont le noyau dur était constitué par le principe de maximisation de l'utilité et les hypothèses d'anticipations rationnelles et d'efficacité des marchés. Certains modèles n'hésitent pas à s'appuyer sur des hypothèses incohérentes avec un comportement rationnel, par exemple la passivité des investisseurs qui ne réaménagent pas la structure de leurs portefeuilles ou n'anticipent pas la réaction des autres agents. On fait intervenir de façon explicite des éléments d'irrationalité tels que le sentiment de supériorité (hubris hypothesis⁶⁴) pour expliquer certains phénomènes de

63. Myers: 1990, op.cit. p.14

64. Roll: The hubris hypothesis of corporate takeovers, Journal of Business, Avril 1986.

sur-évaluation dans les prises de contrôle. Une formulations des objectifs poursuivis comme celle récemment proposée par Myers, est très proche du holisme. Enfin, Williamson s'appuie explicitement sur un cadre de rationalité limitée et sur la notion de pouvoir, qui s'écartent tous deux du référentiel financier traditionnel. La notion d'équilibre se sépare de celle d'optimum, explicitement dans les modèles issus de la théorie des jeux et implicitement, dans les modèles proposés par la branche positive de la théorie de l'agence. Selon cette dernière, d'une part, toute firme est apparentée à un marché en équilibre, résultant de la rencontre des différents co-contractants et d'autre part, seules les formes organisationnelles les plus efficaces, c'est à dire qui minimisent les coûts d'agence, survivent à terme. Certains équilibres apparaissent donc moins efficaces que d'autres. L'argument de sélection naturelle appliqué aux organisations peut d'ailleurs être fortement contesté⁶⁵.

Les nouveaux acquis de la théorie financière de la firme ont donc été obtenus à un coût élevé: multiplication des modèles, complexification de la modélisation, contingence par rapport aux hypothèses comportementales, difficultés de testabilité, remise en cause du cadre traditionnel. On assiste à l'éclatement méthodologique d'un domaine de recherche qui était relativement homogène il y a une quinzaine d'années.

2 - Les apports de la théorie financière pour la décision

L'objectif poursuivi par la recherche en gestion étant d'aboutir à des résultats utilisables par les décideurs, tentons à présent de dresser un bilan des enseignements issus de la théorie financière de la firme, qui peuvent aboutir à des recommandations pour les principaux partenaires: dirigeants, actionnaires, créanciers, et Pouvoirs Publics. Comme nous l'avons fait entendre dans notre introduction, les recommandations qui résultent implicitement de la théorie financière de la firme pour la prise de décision financière ne prennent pas la forme de règles ou d'outils à caractère opérationnel immédiat; il s'agit plutôt de principes directeurs qui doivent encadrer les décisions financières.

(1) - les dirigeants

Une première leçon que les dirigeants peuvent tirer des apports récents de la théorie financière de la firme est l'importance des aspects liés aux asymétries d'information et aux conflits d'intérêt entre les différents agents. Ces phénomènes ont pour conséquences, soit une augmentation du coût des financements, soit un refus

⁶⁵- Voir par exemple, pour une analyse de cet argument dans le contexte de l'économie industrielle, Jacquemin: Sélection et pouvoir dans la nouvelle économie industrielle, Economica, 1985.

d'accorder les financements⁶⁶. En particulier, il est vraisemblable que le surcoût du financement des PME ou les difficultés qu'elles rencontrent pour se financer, notamment par fonds propres, soient principalement liés à ces éléments⁶⁷. La stratégie financière des dirigeants doit donc s'articuler autour des enseignements tirés de la recherche financière pour minorer les coûts liés à ces phénomènes. Cette préoccupation doit se traduire par une attention accrue portée à la communication financière entendue au sens large, et adressée aussi bien aux actionnaires qu'à l'ensemble des partenaires de la firme, notamment dans les secteurs économiques soumis aux plus fortes incertitudes. Certains événements, tels que les augmentations de capital doivent être accompagnés d'une communication financière particulièrement active puisqu'ils sont particulièrement sensibles à l'asymétrie d'information. Des financements tels que le crédit-bail, les financements à court terme renouvelables ou encore certains financements hybrides, tels que les obligations convertibles peuvent permettre de résoudre certains des problèmes liés aux asymétries d'information. Le rôle de signalisation joué par le pourcentage de capital détenu par les dirigeants, le financement par dette et la politique de dividendes doit être pleinement apprécié.

L'aspect conflictuel doit également être pris en compte. Une stratégie de développement fondée sur des actifs incorporels dans des activités fortement fluctuantes, nécessitera si l'on suit Williamson, un financement par fonds propres avec un contrôle étroit des actionnaires. Dans ce même type de situation, la théorie de l'agence nous enseigne que le contrôle des dirigeants se fera d'autant mieux qu'ils détiendront une part significative du capital. Les dirigeants devront donc assumer une partie du risque et mettre en place des mécanismes permettant de limiter les conflits d'intérêt: audits, rôle accru du conseil d'administration, rémunération sous forme de stock-options, etc. Les financements hybrides tels que les convertibles ou des financements subordonnés permettront également de résoudre un certain nombre de conflits d'intérêt de même que les clauses contractuelles.

La politique financière doit donc être conçue simultanément au projet stratégique et à la structure organisationnelle. Une orientation vers une diversification ou vers une croissance interne, fondée sur un effort important de recherche et développement, ne nécessite pas le même accompagnement en termes de politique financière et de structure de propriété. Inversement, certains types de structures de propriété induisent

⁶⁶- Stiglitz et Weiss: Credit rationing in markets with imperfect information, *American Economic Review*, Vol.71, Juin 1981.

⁶⁷- Charreaux: Le dilemme des PME: ouvrir son capital ou s'endetter, *Revue Française de Gestion*, *Revue Française de Gestion*, Janvier-février, 1985; Van Loye: Organisation du pouvoir et financement des PME, *Direction et Gestion des Entreprises*, Décembre 1991.

vraisemblablement un type de développement préférentiel. Ainsi, par exemple Jensen⁶⁸ insiste sur l'importance des restructurations et notamment sur l'efficacité économique des LBO (leverage buy outs) pour améliorer l'efficacité à long terme de l'économie.

Une seconde leçon inscrite dans les propositions de la théorie financière est que la recherche de création de valeur et la définition de la politique de financement doivent prendre explicitement en compte les notions de capital organisationnel et de créances organisationnelles définies par Cornell et Shapiro⁶⁹. Il est vraisemblable que le capital organisationnel net constitue une part substantielle de la rente à l'origine de la valeur actuelle nette positive des projets d'investissement. La politique financière doit par conséquent, être conçue de façon à ne pas compromettre la valeur du capital organisationnel; autrement dit, à ne pas introduire de rupture dans le respect des contrats implicites passés avec les clients, les fournisseurs, le personnel ou les collectivités locales. Ainsi, une firme dont l'avantage compétitif est assuré par une main d'oeuvre hautement qualifiée comme dans certaines activités de services, devra faire en sorte d'avoir une politique de financement caractérisée par un risque de faillite minimale, ce qui implique un faible recours à l'endettement.

Une troisième leçon qui peut également être retenue des développements récents de la recherche financière est que l'approche issue de la théorie financière traditionnelle en matière de choix des investissements doit être reconsidérée. Du fait des asymétries d'information et des conflits d'intérêt, la traditionnelle séparabilité des décisions d'investissement et de financement disparaît. Le mode de financement peut conduire à un sur ou à un sous-investissement. Que devient la notion de coût moyen pondéré du capital si on retient une conception hiérarchisée des financements qui revient à nier la notion de structure de financement optimale? Quelle hypothèse comportementale faut-il adopter? Les règles normatives de choix des investissements seront différentes, si au lieu de maximiser la richesse des actionnaires, les dirigeants maximisent leur propre utilité ou la richesse sociétale (corporate wealth) comme le suggère Myers⁷⁰. On peut certes estimer de façon optimiste, que les coûts d'agence ou de faillite sont mineurs⁷¹ et que le cadre traditionnel peut être conservé à titre approximatif. Cependant, même si on retient cette hypothèse, des problèmes importants subsistent⁷², liés notamment au caractère optionnel

68. Jensen: Eclipse of the public corporation, Harvard Business Review, septembre-Octobre 1989. Voir également Lichtenberg et Siegel: The effects of leveraged buyouts on productivity and related aspects of firm behavior, Journal of Financial Economics, Vol.27, 1990 ou Smith: Corporate ownership structure and performance, Journal of Financial Economics, Vol.27, 1990.

69. Cornell et Shapiro: op.cit.

70. Myers: 1990, op. cit.

71. C'est un point de vue soutenu notamment par Miller: 1977, op. cit.

72. Myers et Turnbull: Capital budgeting and the capital asset pricing model: good news and bad news, Journal of Finance, Vol.32, Mai 1977.

de certains investissements. Il n'en demeure pas moins que certains messages doivent être retenus, en particulier que le coût des financements est fonction du risque encouru, des asymétries d'information et des coûts d'agence. Ces conclusions confirment le caractère très coûteux des fonds propres externes et restent très éloignées de ce qu'on prétend encore parfois quant à la gratuité de ce type de financement.

(2) - les actionnaires

Les messages émis par la théorie financière à l'intention des actionnaires apparaissent également multiples et modifient substantiellement la vision traditionnelle de l'actionnaire, élément considéré comme mineur dans l'élaboration de la politique financière. En premier lieu, cette vision a toujours été totalement erronée pour les actionnaires importants, détenteurs de blocs de contrôle. En second lieu, le rôle de l'actionnaire a dû être reconsidéré à la lumière de la théorie de l'agence et des différents systèmes de contrôle qui pèsent sur les dirigeants. Même dans les grandes sociétés de type managérial, à séparation complète entre la propriété et le management, les dirigeants ne sont pas tout puissants. A côté du vote par les pieds (vente des titres) qui constitue le mécanisme le plus élémentaire de protection des actionnaires, les dirigeants sont soumis à un système de contrôle⁷³ très complet qui comprend des mécanismes externes: contrôle par la pression concurrentielle exercée par les marchés des biens et services, le marché financier (prises de contrôle), les banques et le marché des cadres-dirigeants et des mécanismes internes: conseil d'administration, surveillance mutuelle des dirigeants et hiérarchie. Même si l'efficacité de ce système de contrôle reste encore mal connue, les nombreuses études réalisées⁷⁴ ont montré l'importance de facteurs tels que le système de rémunération des dirigeants, le conseil d'administration et des prises de contrôle. La théorie financière attire également l'attention sur les pratiques utilisées par les dirigeants pour assurer la permanence de leurs fonctions⁷⁵, notamment en matière de politique d'investissement et suggère un ensemble de système qui peuvent contrer ou limiter les politiques "d'enracinement" menées par les dirigeants.

L'attention des actionnaires se trouve ainsi attirée vers les facteurs qui influent sur la valeur de leur investissement et sur lesquels ils peuvent éventuellement agir. Quelle est la composition de la structure du capital et la répartition des droits de vote? Quelle est la

⁷³- Voir notamment Fama: Agency problems and the theory of the firm, *Journal of Political Economy*, Vol.88, Avril 1980 et Charreaux et Pitol-Belin: Le conseil d'administration, Vuibert 1990.

⁷⁴- Pour une synthèse, voir Jensen et Warner: The distribution of power among corporate managers, shareholders, and directors, *Journal of Financial Economics*, Vol.20, 1988. Lire également, dans le contexte français, Charreaux: Structure de propriété, relation d'agence et performance financière, *Revue Economique*, Mai 1991.

⁷⁵- Shleifer et Vishny: Management entrenchment: the case of manager-specific investment, *Journal of Financial Economics*, Vol.25, 1989.

composition du conseil d'administration? Comment se fait la rémunération des dirigeants? Quelle est la pression concurrentielle exercée par les différents marchés? Quelle a été l'évolution de l'équipe dirigeante? Avec la politique de dividende pratiquée, ils bénéficient également d'un instrument de signalisation sur les perspectives d'investissement et également dans certains scénarios, d'un indicateur du pouvoir managérial, au sens de la théorie du free cash flow. Au delà de l'observation des performances passées de la firme, un actionnaire dispose ainsi d'un ensemble d'indicateurs qui peuvent se révéler potentiellement importants pour juger de la qualité d'un investissement .

(3) - les créanciers

Les décisions des créanciers peuvent être aussi éclairées par les apports de la théorie financière, notamment de la théorie des options. L'interprétation des capitaux propres en tant qu'option particulière, montre que les actionnaires ont intérêt à entreprendre des investissements risqués, au détriment de l'intérêt des créanciers. Ces derniers peuvent se protéger contre les substitutions d'actif qui peuvent intervenir après l'octroi du prêt, notamment en prenant des garanties ou par toute voie contractuelle jugée efficace. La théorie des options procure également un cadre pertinent pour l'analyse du risque de faillite. Ainsi, on peut montrer⁷⁶ que le risque de faillite décroît avec la valeur des actifs et le taux d'intérêt et croît avec le montant à rembourser, le risque d'exploitation et la proximité de l'échéance des dettes. Un modèle pertinent de prédiction des difficultés devrait prioritairement s'appuyer sur ces résultats. Le degré de spécificité des actifs est également un indicateur à prendre en compte ainsi que la géographie du capital et le mode de rémunération des dirigeants.

(4) - les pouvoirs publics

Les enseignements de la théorie financière sont également importants pour orienter les interventions des pouvoirs publics et du législateur. Bien que le rôle exact joué par la fiscalité ne soit pas toujours clairement établi, compte tenu de sa complexité, il est vraisemblable que la structure actuelle de la fiscalité favorise un recours accru à l'endettement et influe également sur la politique de dividende. Les conséquences sur les principales décisions financières, de toute modification des taux doivent donc être pesées, avant d'être entreprises, en n'ignorant pas les interactions entre fiscalité personnelle (fiscalité des investisseurs et des dirigeants notamment) et fiscalité des sociétés. En particulier, les incidences sur les modifications des portefeuilles des investisseurs doivent être évaluées. Un investisseur rationnel est généralement diversifié et cherche à minimiser

⁷⁶- Ces résultats résultent de Merton: On the pricing of corporate debt: the risk structure of interest rates, Journal of Finance, 1974.

sa charge fiscale globalement sur l'ensemble de son portefeuille, y compris pour les individus en tenant compte des revenus de leur capital humain, c'est à dire des revenus salariaux.

L'intervention récente des pouvoirs publics visant à réorganiser le système financier français, ainsi qu'une comparaison des différents systèmes financiers des pays développés conduit à s'interroger sur les vertus de l'intermédiation financière et sur le rôle des banques. L'analyse théorique⁷⁷ montre que les banques bénéficient d'avantages importants pour produire et transférer de l'information ainsi que pour exercer une fonction de contrôle, compte tenu des relations privilégiées qu'elles entretiennent avec les créanciers.

L'action réglementaire et législative doit également tenir compte des enseignements de la théorie financière en matière de contrôle des dirigeants, de défaillance d'entreprise ou de prises de contrôle. Les mesures tendant à améliorer le fonctionnement du marché des dirigeants et des administrateurs et à favoriser l'information des tiers par exemple sur les modalités de rémunération des dirigeants doivent être favorisées. Les conséquences des modèles intégrant les conflits d'intérêt et les asymétries d'information, permettant de mieux comprendre les problèmes posés par les procédures de faillite doivent être intégrées⁷⁸. Il n'est pas sûr que l'évolution de la législation qui s'est faite au détriment des créanciers, soit finalement la plus apte à atteindre les buts recherchés, dont notamment la limitation des liquidations. De même, la réglementation en matière de prises de contrôle devrait s'appuyer sur les résultats de la recherche financière qui semblent montrer que les prises de contrôle ont des incidences favorables⁷⁹ tant au niveau des actionnaires que de la Société considérée dans son ensemble. Comme le conclut Grand⁸⁰, étudiant les OPA hostiles en France "... Les OPA n'agressent pas plus les firmes qui investissent dans le long terme ou la recherche que les autres. La tendance semble même inversée. Le démantèlement des firmes n'apparaît pas comme le moteur des OPA agressives en France. Les firmes diversifiées sont moins agressées. Au contraire, il apparaît que les firmes produisant et commercialisant en France sont plus sensibles que les autres aux OPA..."

⁷⁷- Notamment Campbell et Kracaw: Information production, market signaling, and the theory of intermediation, *Journal of Finance*, Vol.35, 1980; Diamond: Financial intermediation and delegated monitoring, *Review of Economic Studies*, Vol.51, 1984 et Fama: What's different about banks? *Journal of Monetary Economics*, Vol.15, 1985, Diamond: Monitoring and reputation: the choice between bank loans and directly placed debt, *Journal of Political Economy*, Vol.99, 1991.

⁷⁸ - Voir par exemple, Wruck: Financial distress, reorganization and organizational efficiency, *Journal of Financial Economics*, Vol.27, 1990.

⁷⁹ - Voir notamment, Jensen: Takeovers: their causes and consequences, *Journal of Economic Perspectives*, Vol.2, Hiver 1988 et Couret, Hirigoyen: Les OPA, Que sais-je?, PUF, 1992.

⁸⁰- Grand: Les OPA hostiles en France, *Revue Française de Gestion*, Janvier-Février 1991.

CONCLUSION

Au terme de cette étude, que peut-on conclure sur les rapports qu'entretiennent la théorie financière et la stratégie financière? D'une part, les résultats issus de la recherche récente en finance améliorent sensiblement la compréhension de la politique financière. Contrairement à ce que laissait entendre la liste des questions irrésolues posée initialement, peu de phénomènes n'ont pas reçu de réponses; mais les réponses apportées restent souvent partielles, voire ambiguës ou suspectes. D'autre part, même si les applications de ces résultats à la prise de décision financière sont potentiellement importantes, elles demeurent le plus souvent, à l'état de principes généraux. Peu de règles précises ou d'outils véritablement opérationnels sont issus de la recherche en finance d'entreprise, qui se distingue sur ce point de la finance de marché.

La recherche académique semble par ailleurs se diviser entre deux tendances. La première tendance est "traditionnaliste"; elle tient à maintenir un paradigme fondé sur la rationalité et l'optimalité du comportement des agents et recourt principalement à l'analyse marginaliste et au raisonnement d'arbitrage. La seconde tendance semble rompre définitivement avec le modèle de base et s'orienter dans ses formes extrêmes vers d'autres formes de rationalité et de raisonnement, avec des emprunts importants à d'autres champs disciplinaires.

Quelle que soit la voie empruntée, et comme le concluait il y a quelques années Roll⁸¹ à propos de la théorie financière en général "Mais le véritable critère de son succès sera sa capacité à expliquer le fonctionnement de l'univers. Et la question est de savoir si elle peut conduire à la création de produits utiles. De ce point de vue la finance doit encore parcourir un long chemin avant de rattraper la physique, la chimie et la biologie..."

⁸¹ - Roll: La théorie financière et les affaires, AFFI, lettre d'information, n°26, Novembre 1986.