

Chapitre 1

L'approche économique-financière de l'investissement¹

Gérard Charreaux

L'explication du comportement des organisations en matière d'allocation (l'investissement) et d'obtention (le financement) de ressources peut être considérée comme l'objet principal de la finance, constituée comme discipline scientifique. À ce titre, il est naturel de s'orienter vers la littérature théorique financière pour chercher les grilles de lecture qui permettent, éventuellement, d'appréhender ce comportement. Une telle recherche si elle se limite, dans un premier temps, à la lecture des manuels de base de la discipline, conduira à un résultat relativement étrange. Si ces ouvrages proposent des outils censés permettre d'effectuer des choix d'investissement optimaux – l'optimum correspondant à l'objectif de maximisation de la richesse des actionnaires –, ils présentent très rarement et, s'ils le font, de façon extrêmement sommaire, des éléments permettant d'expliquer le comportement réel des organisations dans ce domaine pourtant essentiel. Une telle conclusion laisse entendre, cependant, qu'on ait défini les traits du comportement d'investissement qu'il convient d'expliquer pour que la théorie soit jugée digne d'intérêt. De ce point de vue, cette dernière devrait permettre d'expliquer non seulement le résultat du processus d'investissement, autrement dit, les caractéristiques des investissements entrepris (nature des actifs, montant, horizon, forme organisationnelle...) mais, également, les différentes dimensions du processus décisionnel (agencements organisationnels, acteurs impliqués, règles de décision...) qui ont conduit à ce résultat. Le comportement d'investissement, en tant qu'objet d'investigation, ne se réduit pas à l'explication des seuls investissements choisis, et il est peu vraisemblable qu'on puisse parvenir à comprendre ce choix sans disposer d'une théorie explicative du processus d'investissement.

La finance, sauf à abandonner l'étude de la décision d'investissement à d'autres compartiments des sciences de gestion, se doit donc de proposer des outils permettant de comprendre le

¹ L'auteur remercie les participants au séminaire « Investissement » (Fnege, Avignon, 1998) pour leurs remarques constructives et, plus particulièrement, Pierre Romelaer pour sa lecture très attentive du texte qui a permis de clarifier, il l'espère, un certain nombre de points.

comportement d'investissement sous toutes ses dimensions. Ainsi, elle doit permettre d'appréhender non seulement les différentes dimensions du portefeuille d'actifs mais également étendre son champ d'investigation aux processus organisationnels qui déterminent la constitution et l'évolution de ce portefeuille. Cette préoccupation correspond, comme l'écrit Brennan (1995, p. 17), à une tendance générale en finance d'entreprise : « *la tendance à délaissier les tentatives visant à prescrire des règles normatives aux décideurs afin de les assister dans la prise de décisions optimales du point de vue des actionnaires en faveur de tentatives visant à décrire, de façon plus réaliste, la façon dont ces décisions sont prises en réalité* ».

L'absence de réponses à ces questions, dans les manuels de base, ne représente cependant que l'état de la finance néoclassique la plus traditionnelle, telle qu'elle régnait, il y a plus de 25 ans. La remise en cause du paradigme néoclassique, ou plutôt son élargissement, a permis, en intégrant certaines dimensions organisationnelles, d'apporter un certain nombre de réponses qui peuvent contribuer à construire une véritable théorie explicative de l'investissement.

Pour comprendre l'évolution de l'approche financière de l'investissement, il faut repartir de ses sources économiques, afin notamment de préciser ce qui la distingue des approches « stratégiques », même si les points de rencontre entre les différents paradigmes sont de plus en plus nombreux et si les frontières tendent à s'estomper. D'une certaine façon, ce qui sépare fondamentalement les paradigmes économique-financiers des formes les plus extrêmes des autres paradigmes se situe dans la méthodologie retenue. Celle-ci reste hypothético-déductive ; elle est fondée sur l'individualisme méthodologique, sur le maintien d'une hypothèse de rationalité relativement forte, sinon substantielle, des individus et sur le principe d'efficience (au sens de l'efficience Parétienne). Si l'approche financière a gagné en pouvoir explicatif, ce gain a eu pour contrepartie un coût lié à la complexification de la théorie même si la structure de cette dernière reste relativement « simple » comparativement aux théories stratégiques. Enfin, la théorie financière organisationnelle ne doit pas être considérée comme excluant les approches organisationnelles concurrentes mais comme la réponse apportée par le paradigme traditionnel au défi initialement adressé par Bower (1970, p. 7 et 8) qui consistait, dans une certaine mesure, à écarter l'étude de la décision d'investissement du champ de la finance pour le rattacher au domaine du management : « *En fait, tous les problèmes auxquels font référence les sociétés sous le terme de budgétisation des investissements sont des problèmes de politique générale... La gestion de ces*

processus relève du management général plutôt que des spécialistes de finance ». Il s'agit également d'une réponse, au moins partielle, aux interrogations de Pinches (1982, p. 6) quant à la pertinence des approches financières : « ...je suis relativement pessimiste en raison de l'importance des efforts en temps et en énergie consacrés à la création de techniques analytiques sophistiquées pour résoudre des problèmes par nature très spécifiques et/ou bien structurés. En se focalisant sur ces problèmes définis de façon étroite, tant les chercheurs que les praticiens ont négligé de porter leur attention à la question principalement stratégique de l'adéquation entre les techniques de budgétisation des investissements et le processus réel d'allocation des ressources utilisé en pratique ».

De façon à rendre compte de l'évolution de l'approche économique-financière de l'investissement nous rappellerons la représentation financière néoclassique avant de présenter le paradigme de la finance organisationnelle. Ce dernier, même s'il s'écarte fortement de la théorie traditionnelle néoclassique pure, qui se réduit à être une théorie des prix des actifs, fait le plus souvent référence à cette dernière pour analyser les décisions financières et, en particulier, la décision d'investissement. Pour le présenter, nous montrerons, dans un premier temps, en quoi il constitue une altération de la théorie financière traditionnelle. Dans un second temps, et après avoir présenté les deux branches de la théorie financière organisationnelle, nous tenterons de dresser un bilan de ses apports.

1. La décision d'investissement dans la théorie financière néoclassique

Afin de préciser le statut de la décision d'investissement au sein de la théorie financière néoclassique, il est nécessaire, au préalable, de présenter les fondements de cette conception, ainsi que les principaux éléments qui la constituent, à savoir, notamment, sa configuration, selon que le risque soit ou non intégré.

1.1. Les fondements de la théorie financière néoclassique

La théorie financière néoclassique ne poursuit pas directement un objectif d'explication des décisions d'investissement des organisations ; elle cherche à prescrire des règles normatives visant à choisir les investissements optimaux, l'objectif poursuivi étant de maximiser la richesse des actionnaires, considérés comme les propriétaires exclusifs de la firme : ils détiennent seuls et complètement les droits

de prendre les décisions d'investissement (et de désinvestissement) ainsi que ceux de s'approprier les flux issus des investissements (après rémunération des autres facteurs de production).

Conformément à cet objectif, la théorie propose le critère de la valeur actuelle nette (désormais la VAN) qui constitue une mesure de la richesse créée pour les actionnaires. Ce critère permet, soit de déterminer le niveau optimal d'investissement s'il est possible de représenter l'ensemble des opportunités d'investissement sous forme d'une courbe continue – mettant en relation les flux issus des investissements et les montants investis –, soit de décider de l'acceptabilité d'un investissement, soit encore, en situation de rationnement exogène des capitaux, de choisir entre différents projets. Dans le premier cas, le niveau d'investissement est optimal : on maximise la valeur créée pour les actionnaires lorsque le supplément de VAN apporté par le franc marginal d'investissement est nul. Dans le second cas, un projet est acceptable et doit être entrepris s'il contribue positivement à accroître la richesse des actionnaires, c'est-à-dire si sa VAN est positive. En cas de rationnement des capitaux, le choix de l'enveloppe de projets se fait de façon à maximiser la somme des VAN de ces projets, les VAN étant additives².

Cette approche normative s'appuie sur une représentation qui suppose un certain nombre d'hypothèses portant sur les acteurs, les marchés et le mode de création de valeur *via* l'investissement :

- Premièrement, cette représentation repose implicitement sur un modèle faisant intervenir deux ou trois classes d'acteurs (actionnaires, dirigeants et éventuellement créanciers financiers) selon que les flux issus de l'investissement sont supposés risqués ou non. Ces acteurs sont dotés d'une rationalité illimitée, substantielle. Les dirigeants gèrent uniquement dans l'intérêt des actionnaires et les contrats sont complets.

- Deuxièmement, les marchés financiers, sur lesquels s'échangent les titres (actions ou créances) sont parfaitement concurrentiels et efficaces informationnellement. Il n'y a pas de coûts de transaction. Dans l'hypothèse d'un rationnement des capitaux, on suppose cependant une inefficience.

² Le fait que les VAN soient additives ne signifie pas qu'il y ait contradiction avec les approches stratégiques, notamment celles qui sont fondées sur les compétences. Cette propriété n'implique pas qu'il y ait indépendance des projets et que les effets de synergie soient ignorés. Ce résultat est lié au mode d'évaluation même de la VAN qui est différentiel et incrémental. Tant le montant de l'investissement que les flux d'exploitation sont toujours évalués de façon différentielle par rapport à l'existant et tant les synergies que les effets externes négatifs (par exemple, une « cannibalisation » de produit) sont pris en compte.

- Troisièmement, les flux issus des investissements ne dépendent que des choix technologiques au sens strict. Le dirigeant est censé connaître pour chaque niveau d'investissement le flux d'exploitation (ou les flux d'exploitation dans un cadre multipériodique) qui lui est associé. Ces flux sont donnés de façon exogène ; ils sont indépendants de toute considération organisationnelle, ainsi que des choix de financement. Il y a une totale « séparabilité » entre les choix d'investissement et de financement.

Cette représentation trouve son origine, principalement et successivement, dans la représentation de la décision d'investissement retenue dans le modèle d'I. Fisher puis dans son extension permise par les modèles d'évaluation du risque.

1.1.1. La théorie néoclassique de l'investissement en l'absence de risque

Dans sa recherche de critères de choix d'investissement optimaux, Fisher (1930) propose un modèle qui ignore le risque et qui servira de fondement à la théorie de la budgétisation des investissements dans l'entreprise³. L'hypothèse d'absence de risque rend inutile toute distinction entre les différentes catégories d'apporteurs de ressources (actionnaires, créanciers...). Le coût du financement – le « coût du capital » – est égal au taux d'intérêt unique qui prévaut sur le marché financier réputé concurrentiel. La courbe des possibilités d'investissement de l'entreprise est totalement indépendante des acteurs et traduit l'état de la technologie : elle est parfaitement connue. Le niveau optimal d'investissement est déterminé lorsqu'il y a égalité entre le taux de rentabilité marginal de l'investissement et le coût du capital. Ce niveau qui résulte uniquement de la confrontation d'éléments objectifs (forme de la courbe des possibilités d'investissement et taux d'intérêt du marché) est lui-même objectif. Il en découle d'une part, qu'il ne peut y avoir de divergences entre les actionnaires dans le choix de l'optimum (règle d'unanimité) et, d'autre part, que la décision de choix (parfaitement contrôlable) peut être déléguée au dirigeant. Ce dernier, agent parfait des apporteurs de capitaux, agit de façon « automatique » et n'a aucune latitude.

Le critère de la VAN est une conséquence directe de ce cadre et est, par construction, conforme à l'objectif d'accroissement de la richesse des actionnaires. La VAN d'un investissement

³ En fait, la présentation qui est faite du modèle Fishérien est celle qui est retenue implicitement dans les manuels de finance de base et est relativement caricaturale par rapport au travail original de Fisher.

représente le supplément de richesse que les actionnaires pourront consommer, l'objectif final étant de maximiser l'utilité associée à la consommation. Cette VAN s'obtient en actualisant les flux de liquidités d'exploitation au taux d'intérêt du marché financier, déduction faite du montant des capitaux investis. À l'optimum, c'est-à-dire pour le franc marginal d'investissement, la création de valeur, mesurée par la VAN, est nulle.

Selon cette représentation, la création de richesse est totalement indépendante des préférences particulières des actionnaires en matière de consommation intertemporelle⁴. Compte tenu du niveau de richesse créé, le marché financier permet de maximiser l'utilité intertemporelle de la consommation par simple transfert, au moyen d'opérations d'emprunt et de prêt sous-tendues par des titres financiers. L'évaluation de la richesse créée nécessite l'existence d'un marché financier qui fait office de référentiel. Il y a valeur créée, car les investissements entrepris rapportent davantage qu'un simple placement sur le marché financier (ou que le coût de leur financement). Les dirigeants ont intérêt à investir en actifs physiques tant que le taux de rentabilité marginal est supérieur au coût du capital, c'est-à-dire tant que l'investissement est rentable, qu'il existe une rente, celle-ci étant certaine dans la représentation adoptée. À aucun moment, on ne s'interroge sur la formation de la rente.

1.1.2. La théorie néoclassique en présence de risque

La notion de risque retenue dans la théorie financière néoclassique est particulière. Relativement à l'investissement, le risque résulte de la variabilité *ex ante* des flux en fonction de l'état du monde. Les probabilités associées aux différents états sont supposées connues, au moins de façon subjective, et les acteurs sont en mesure de construire une distribution de probabilités des flux. Contrairement à la notion d'incertitude telle que la définit Knight, qu'on ne peut quantifier même de façon probabiliste, la notion de risque retenue reste « faible », au sens où elle reste évaluable par les acteurs. Les aménagements qu'a connus la théorie néoclassique, afin de lui permettre d'intégrer cette notion, ne modifient pas la représentation de l'investissement. La seule préoccupation reste l'évaluation des flux issus de

⁴ Bien entendu, l'indépendance par rapport aux préférences « particulières » des actionnaires ne signifie pas que le taux d'actualisation n'est pas lié aux préférences intertemporelles. Il en rend compte de façon agrégée pour l'ensemble du marché.

l'investissement et des titres détenus par les apporteurs de capitaux en tant que droits à l'appropriation des flux.

Les deux principaux modèles qui ont permis d'intégrer le risque dans cette évaluation sont le modèle d'Arrow et Debreu (1953, 1959) et le Medaf (Modèle d'équilibre des actifs financiers) dû notamment à Sharpe (1965) et Lintner (1965). Ces deux modèles sont fondés sur une hypothèse de rationalité substantielle des acteurs qui permet d'avoir une représentation du risque permettant sa quantification. Dans le modèle d'Arrow et Debreu, les acteurs sont à même de prévoir l'ensemble des états du monde et de leur associer une probabilité. Dans le Medaf, ils sont censés pouvoir établir directement une distribution de probabilités sur les différents flux. Le risque est donc appréhendable, quantifiable *ex ante* ; l'incertitude au sens de Knight n'existe pas dans ce type de modèle. Les hypothèses concernant les marchés financiers (complétude, efficience) permettent d'établir un prix objectif du risque sur les marchés, indépendant des préférences individuelles des acteurs. Les marchés continuent ainsi à jouer un rôle central dans le processus d'évaluation en permettant de quantifier « objectivement » la valeur des titres.

Relativement à la représentation de la décision d'investissement dans le modèle Fishérien, les principales différences sont les suivantes :

- Premièrement, les flux issus des investissements sont risqués, autrement dit leur montant varie en fonction de l'état du monde. Toutefois, ils sont toujours supposés fixés en dehors du modèle, ils restent donnés, même si l'information nécessaire est plus complexe. On suppose d'ailleurs dans les formulations les plus simples de ces modèles que les représentations du risque sont identiques pour tous les individus. Ainsi, dans la version de base du Medaf, les différents actionnaires sont censés anticiper de façon homogène les espérances de rentabilité, les variances et les covariances pour l'ensemble des différents titres.

- Deuxièmement, l'introduction du risque implique, si l'hypothèse d'existence d'un actif sans risque (assimilé au titre de créance) est retenue, qu'on prenne en compte deux catégories d'acteurs, supposées homogènes. La première catégorie est constituée des créanciers censés ne courir aucun risque ; ils se satisfont d'être rémunérés au taux sans risque et ne participent pas au partage de la rente. La seconde catégorie comprend les actionnaires qui sont seuls à assumer le risque et qui, à ce titre, sont les seuls attributaires de la rente. À l'équilibre, le taux de rentabilité qu'ils requièrent intègre une prime de

risque et compte tenu de l'hypothèse d'anticipations rationnelles qui accompagne ces modèles, en moyenne et *ex post*, les actionnaires sont parfaitement dédommagés pour le risque encouru⁵.

• Troisièmement, l'évaluation du coût du capital servant à actualiser les flux d'exploitation devient apparemment plus complexe. L'existence de deux catégories d'apporteurs de capitaux (créanciers financiers et actionnaires) implique que le coût des ressources finançant les investissements s'obtient par pondération entre le coût de la dette financière (supposée sans risque) et celui des capitaux propres qui intègre une prime de risque. Le Medaf permet une quantification objective de cette prime et il est possible d'évaluer séparément les primes de risque d'exploitation et de risque financier, demandées respectivement pour supporter le risque d'exploitation (variabilité des flux d'exploitation) et le risque financier (variabilité supplémentaire due au levier de la dette). Précisons, cependant, qu'en dehors de toute imperfection (notamment s'il n'y a pas d'imposition des résultats), le financement des investissements est indifférent. Selon le célèbre théorème de Modigliani et Miller (1958), on ne peut accroître la valeur de l'investissement (et plus généralement du portefeuille d'actifs représentant la firme) en choisissant une structure de financement particulière. Ce résultat, obtenu en supposant l'absence de possibilités de profits d'arbitrage sans risque sur des marchés financiers en équilibre, constitue un cas particulier du théorème de Coase, selon lequel, en l'absence de coûts de transaction, la valeur créée ne dépend pas de son partage. Les flux issus des investissements étant supposés exogènes et indépendants des modalités de répartition, un tel résultat, associé à la séparabilité, est quasiment immédiat.

La prise en compte du risque ne modifie pas significativement la représentation de la décision d'investissement dans la théorie néoclassique. Les flux d'investissement étant donnés de façon exogène, et les marchés étant complets, seul subsiste un problème d'évaluation dont la solution, qui repose sur l'évaluation des titres par les marchés, est relativement triviale.

1.2. Les aménagements « récents » de la théorie financière néoclassique

⁵ Il en irait autrement si on considérait l'incertitude. Par définition, celle-ci ne pouvant être prévue, même de façon probabiliste, on ne peut lui attribuer de prix et elle ne peut être intégrée, sous forme d'une prime quantifiable, dans les taux requis. Au sein de la théorie traditionnelle les actionnaires ne sont donc les créanciers résiduels que dans un sens relativement restrictif – le résidu est quantifiable de façon probabiliste – et ils sont rémunérés de façon équitable pour supporter le risque résiduel.

Les aménagements plus récents constitués par l'introduction de la fiscalité, les coûts de faillite ou encore l'application de la théorie des options à l'évaluation des investissements ne remettent pas non plus en cause cette représentation de la décision d'investissement comme un simple problème d'évaluation des titres donnant droit aux flux issus des investissements, ces flux étant supposés indépendants des décisions de répartition, de partage de la richesse créée.

Lorsque Modigliani et Miller (1963) révisent leur modèle original pour prendre en compte la fiscalité sur les résultats, ils montrent que la valeur d'une firme endettée, comparativement à celle d'une firme non endettée, est censée s'accroître de la valeur actualisée au taux sans risque des économies d'impôt sur frais financiers ; comme corollaire, le coût du capital diminue avec le ratio d'endettement. Ce résultat, qui entraîne la possibilité de créer de la valeur en choisissant judicieusement la structure de financement, est subordonné à une mesure de la valeur de la firme, comme somme des valeurs des actions et des titres de créances. Si on considère de façon explicite la troisième partie prenante intéressée au partage des flux d'exploitation, c'est-à-dire l'État, qui perçoit l'impôt en contrepartie de son offre de biens et de services publics, l'introduction de la fiscalité implique un simple transfert de flux des actionnaires à l'État, dont le montant est fonction de l'endettement, en raison de la déductibilité des intérêts. Toutefois, les flux d'exploitation étant donnés, la valeur de l'ensemble à répartir n'a pas été modifiée, ce qui l'a été c'est la part attribuée à l'État⁶. Dans la mesure où les flux d'exploitation sont toujours supposés indépendants de la répartition rien de fondamental n'a changé dans le raisonnement. La richesse créée par la firme ne peut être véritablement modifiée que si la répartition anticipée a une influence sur la production des flux issus de l'investissement, ce qui supposerait que les flux ne soient plus fixés de façon exogène dans ce modèle.

Cette conclusion est transposable, si on fait intervenir d'autres formes de fiscalité (par exemple, les prélèvements liés à la fiscalité personnelle sur les revenus des titres financiers), les différents coûts de

⁶ Si on considère que l'impôt rémunère un apport de ressources « publiques », le calcul du coût du capital devrait se faire par pondération entre les trois types de ressources respectivement apportés par les actionnaires, les créanciers et l'État. Si on part de l'hypothèse que les flux d'exploitation sont exogènes et indépendants de la répartition, le coût du capital total ne serait donc pas modifié ; la baisse du coût du capital « financier » serait en fait compensée par une hausse du coût du capital « public ». S'il y avait cotation de titres de propriété sur l'État, l'accroissement de valeur des actions aurait pour contrepartie une baisse des cours des titres sur l'État. Remarquons que si les actionnaires représentent également les contribuables, les gains sur les actions seraient compensés, dans le cadre postulé, par les pertes sur les titres de propriété publique.

transaction associés à la répartition⁷, voire les coûts de faillite. Tant qu'on maintient l'hypothèse d'indépendance des flux d'exploitation (leur caractère exogène) par rapport au mode de financement et à la répartition, l'étude de la décision d'investissement se limite à en évaluer l'incidence sur le cours des titres détenus par les différentes parties prenantes.

La théorie des options appliquée aux investissements des firmes⁸ apporte, sous des hypothèses très strictes, des solutions permettant d'évaluer le caractère optionnel de certains investissements, notamment leur flexibilité ou leur réversibilité. Bien que cette utilisation de la théorie des options soit parfois considérée comme une avancée importante, elle ne modifie pas significativement la représentation de la décision d'investissement. Dans les modèles optionnels d'évaluation, la distribution de probabilités des flux d'exploitation reste exogène et, par conséquent, le choix d'investissement se résume, là encore, à un simple problème d'évaluation, même si le décideur a davantage de latitude décisionnelle, en particulier quant au choix de la dimension temporelle. Si, par ailleurs, à l'instar de Black et Scholes (1972), on considère que les actions représentent une option d'achat sur les actifs réels, les actionnaires d'une entreprise endettée ont intérêt à choisir l'investissement dont le risque (évalué par la variance des flux d'exploitation) est le plus élevé et qui permettrait ainsi de maximiser la valeur de leurs fonds propres. Il y aurait alors influence du mode de financement sur le choix de l'investissement et rejet du principe de séparabilité. Ce raisonnement ne tient cependant que si les créanciers n'ont pas perçu le risque de transfert de richesse ce qui suppose une rationalité non substantielle ou une asymétrie d'information, hypothèses exclues dans la représentation traditionnelle. Dans le cas contraire, ils ajustent leur rémunération de façon à être dédommagés pour le risque de transfert qu'ils supportent et, à l'équilibre, ni le coût du capital, ni les valeurs des titres ne sont modifiés. Les flux d'exploitation, réels ou perçus, n'étant pas affectés par la répartition, la problématique reste traditionnelle ; les décisions d'investissement ne sont étudiées qu'à travers la seule dimension de l'évaluation.

1.3. La théorie traditionnelle : une non-théorie de l'investissement

⁷ La considération des coûts de transaction revient à considérer comme parties prenantes les intermédiaires qui sont rémunérés sous forme de coûts de transaction.

⁸ Pour une synthèse récente, en français, on consultera Goffin (1998) et Navatte (1998).

La théorie financière néoclassique, sous sa forme traditionnelle, n'est qu'une théorie normative du choix d'investissement qui se limite à proposer une évaluation monétaire de l'investissement ou, plus exactement, des titres des parties prenantes qui perçoivent les flux. L'agent qui est censé décider – la désignation du décideur étant elle-même exogène – choisit à l'intérieur d'un ensemble donné les projets d'investissement dont les flux sont déterminés en fonction d'impératifs purement techniques et de l'état de l'environnement, selon le critère de la valeur de ses titres. Ainsi les actionnaires choisissent l'investissement qui maximise la valeur de leurs actions. Cette approche n'exclut pas, *a priori*, la possibilité de conflits entre parties prenantes. Cependant, s'il n'y a pas d'asymétries d'information et si les marchés sont complets, ces conflits trouveront à se résoudre par ajustement des valeurs des titres et, par hypothèse, n'auront d'effet ni sur les ensembles d'investissements, ni sur les flux d'exploitation qui restent indépendants des aspects organisationnels et des préférences des acteurs.

Dans cette théorie, l'optimum de premier rang est toujours supposé atteint. Autrement dit, les investissements optimaux en matière de création de richesse pour l'ensemble des parties prenantes sont censés être réalisés de façon systématique. Les opérations de répartition n'ont aucune influence sur la création de richesse et il est indifférent de maximiser la valeur actionnariale ou la valeur pour l'ensemble des parties prenantes ; l'existence de marchés financiers complets et parfaits permet la séparabilité. L'introduction de certaines imperfections telles que la fiscalité ou les coûts de faillite ne remet pas en cause la problématique et le caractère optimal des investissements choisis, si on raisonne sur l'ensemble des parties prenantes concernées, c'est-à-dire celles qui reçoivent une partie des flux (y compris l'État)⁹. Il ne pourrait en être différemment que si les flux étaient modifiés ou si le choix des investissements dominants en termes de flux d'exploitation était remis en cause.

La théorie néoclassique de l'investissement ne peut prétendre dépasser son statut normatif que si on parvient à montrer que les acteurs observent ses prescriptions pour choisir les investissements. Or, les processus observés dans les organisations ne se résument pas au choix d'un niveau d'investissement ou de certains investissements à l'intérieur d'un ensemble donné à un instant déterminé. Comme le révèlent un certain nombre d'études empiriques (Bower, 1970 ; Butler et *al.*, 1993 ; Carr et *al.*, 1994), les

⁹ On considère alors, de façon restrictive, que le caractère de partie prenante se détermine exclusivement en fonction de la répartition des flux monétaires, à l'exclusion de tout autre retombée.

opérations d'évaluation semblent jouer un rôle relativement secondaire¹⁰ dans les choix dans la mesure où elles interviennent assez tardivement dans la décision d'investissement et plutôt à titre de contrôle *ex ante* lors d'une phase de ratification.

En raison de son absence totale de dimension organisationnelle – la firme se limitant à être une boîte noire –, la théorie financière néoclassique est, de fait, une non-théorie de l'investissement. Il ne s'agit pas, pour autant, de lui dénier tout intérêt en tant que théorie normative de l'évaluation, l'usage des méthodes qu'elle préconise étant devenu très fréquent selon les résultats des diverses enquêtes¹¹ qui ont été menées. Toutefois l'explication de la décision d'investissement dans les organisations ne se résume pas à la seule justification des critères d'évaluation. On pourrait, de plus, ajouter, du seul point de vue de l'utilisation, que les outils d'évaluation proposés par la théorie néoclassique sont sujets à caution. L'imprécision des mesures du coût du capital réalisées sur les marchés financiers les plus développés – des erreurs de l'ordre de plus de 3 % par année selon Fama et French (1997) – conduit à douter fortement de la fiabilité de tels outils¹².

Il apparaît, d'ailleurs, paradoxalement, que la théorie financière néoclassique n'a pas été principalement contestée en raison de sa faible capacité à expliquer le comportement réel des organisations mais sur la base de ses productions normatives, c'est-à-dire les critères mêmes d'investissement qui doivent conduire à maximiser la valeur. En particulier, comme le précise Brennan (1995, p. 11), l'hypothèse de complétude des marchés est nécessaire pour qu'il y ait unanimité des choix des actionnaires concernant les projets à entreprendre et il en va de même pour les propositions émises par Modigliani et Miller. Un certain nombre de travaux pionniers (Fama et Miller, 1972 ; Stiglitz, 1972 ; Fama, 1978) ont porté sur les conséquences des conflits d'intérêts pouvant opposer les objectifs de maximisation de la valeur totale de la firme et de la valeur actionnariale, cependant la première véritable faille introduite dans la théorie financière néoclassique peut être attribuée à Jensen et Meckling (1976) et à Myers (1977). Ces auteurs ont été les premiers à contester la séparabilité entre investissement et financement en avançant l'idée que le mode de répartition des flux d'exploitation

¹⁰ Les recherches mentionnées dans le chapitre 2 par Desreumaux et Romelaer montrent, selon P. Romelaer, que la situation est plus complexe : toute proposition d'un élément de conception du projet est immédiatement soumise à évaluation dans le contexte du « cadre » général dans lequel se situe le projet au moment de la proposition.

¹¹ Sur l'utilisation des critères voir notamment le chapitre 3 de De Bodt et Bouquin ainsi que Graham et Harvey (1999).

¹² Cette imprécision dans la mesure du coût du capital conduit également à douter sérieusement de la validité des classements fondés sur la valeur actionnariale créée.

pouvait avoir une influence sur leur production. Ce faisant, même si la préoccupation de l'évaluation restait centrale, ils remettaient en cause l'approche traditionnelle selon laquelle on estime la valeur en actualisant des flux donnés au coût du capital en supposant l'indépendance des deux termes, le seul moyen d'accroître la valeur étant, dès lors, de réduire le coût du capital¹³. Dès qu'on abandonne l'hypothèse de séparabilité, l'étude du processus de création de valeur apparaît indissociable de celle des opérations de financement et de répartition.

La remise en cause des méthodes d'évaluation a ébranlé l'édifice de la finance traditionnelle. L'irruption, avec l'abandon de la séparabilité, des aspects organisationnels, liés notamment aux conséquences possibles des conflits d'intérêts entre les différents acteurs qui interviennent dans les choix financiers, conduit à s'interroger sur les fondements du comportement réel des firmes en matière d'investissement et à constater que le processus d'investissement ne se réduit pas à l'application mécanique d'un critère d'évaluation. Comme le fait remarquer Thakor (1993, p. 135) : « *Les firmes ne réalisent pas toujours l'ensemble des projets disponibles à VAN positive ; dans certains cas, elles rationnent leur capital. Les firmes accordent une grande attention à la façon dont les décisions d'investissement sont prises et, en particulier, à la question de leur degré de décentralisation. À l'occasion des projets sont externalisés, organisés à l'extérieur de la firme. Et la manière dont le projet est financé a des implications importantes* ». Cette préoccupation d'expliquer les décisions d'investissement telles qu'elles se prennent en réalité ne faisait finalement que reprendre les conclusions établies par Bower dès 1970. Or, comme le notent également et plus récemment Harris et Raviv (1996, p. 1143), on trouve étonnamment peu de travaux théoriques sur les processus d'investissement.

2. La théorie financière organisationnelle : une altération du modèle néoclassique

Les interrogations sur la validité du modèle néoclassique ont entraîné non seulement une remise en cause des méthodes d'évaluation mais, surtout, un élargissement des centres d'intérêt des chercheurs en finance d'entreprise. Axée sur la mise au point de nouvelles méthodes d'évaluation - par exemple, au

¹³ On peut d'ailleurs sérieusement s'interroger sur cette possibilité, lorsqu'on retient une mesure de la valeur qui considère l'ensemble des parties au partage de la valeur et non les seuls actionnaires et créanciers financiers.

moyen de la théorie des options –, la recherche s'est désormais préoccupée de construire des théories permettant de comprendre¹⁴ les comportements réels des organisations en matière d'investissement.

Cette ouverture a emprunté des voies diverses, tant dans les arguments évoqués, les hypothèses postulées, que les cadres méthodologiques retenus. Cependant, il ne semble pas abusif de regrouper l'ensemble de ces tentatives sous le terme de « finance organisationnelle », car, quels que soient leurs fondements, elles s'appuient sur une conception – même sommaire – de la firme en tant qu'organisation et écartent la fiction de la « boîte noire ». Ce regroupement, toutefois, ne doit pas faire illusion. La finance organisationnelle n'est pas une théorie unifiée, cohérente ; elle est constituée, principalement, des analyses des décisions financières issues des différentes théories « contractuelles » des organisations, notamment des théories des droits de propriété, de l'agence (normative et positive) et des coûts de transaction¹⁵.

Même si elles abandonnent le cadre néoclassique pur, les différentes composantes de la finance organisationnelle le retiennent toutes, au moins implicitement, comme référentiel. Cette référence est particulièrement apparente quand, par exemple, certains modèles cherchent à mettre en évidence qu'en raison d'imperfections informationnelles et de conflits d'intérêt, le niveau d'investissement choisi est sous-optimal ; autrement dit, les entreprises sous ou surinvestiraient par rapport au montant optimal. Ce faisant, il est fait explicitement référence à l'optimum de premier degré (la Pareto-optimalité) qui serait réalisable dans l'économie du Nirvana selon le terme employé par Demsetz (1969) et pour lequel la valeur créée serait maximale. Les mécanismes organisationnels qui encadrent la décision d'investissement trouvent alors à s'expliquer comme moyens de s'approcher de cet optimum absolu, en minimisant les coûts frictionnels qu'il s'agisse des coûts d'agence ou de transaction. Selon cette problématique, l'approche financière cherche dans une première étape à identifier les sources de distorsions qui empêchent la firme d'atteindre cette situation optimale. La seconde étape consiste alors à interpréter les processus d'investissement, par exemple, le rationnement du capital, comme des moyens de corriger ces distorsions.

¹⁴ De fait il y a passage d'une démarche « normative » à une démarche « positive ». Bien entendu, les modélisations de la finance normative ne sont pas dénuées de toute conséquence « positive », cependant, il s'agit davantage de prédire au sens instrumentaliste (par exemple, prédire la relation rentabilité-risque sur le marché financier) que d'expliquer en partant d'une modélisation plausible du comportement des acteurs dans les organisations et sur les marchés.

¹⁵ On trouvera une présentation synthétique de ces théories dans Coriat et Weinstein (1995) et dans König (1999).

De façon à rendre compte des distorsions induites par rapport à une politique d'investissement optimale (non contrainte), interrogeons-nous sur les sources possibles de ces distorsions. Dans une démarche similaire, Thakor (1993) retient comme source unique de distorsions les asymétries informationnelles entre trois couples successifs de catégories de parties prenantes : actionnaires contre obligataires, actionnaires actuels contre actionnaires futurs et dirigeants contre actionnaires. Si l'asymétrie d'information constitue un déterminant essentiel des distorsions, il semble cependant qu'elle ne suffise pas à rendre compte de la multiplicité des altérations apportées au cadre néoclassique traditionnel en vue d'expliquer le processus d'investissement.

Pour identifier ces altérations, rappelons les principales caractéristiques de la représentation néoclassique du processus d'investissement. Schématiquement, le dirigeant, agent parfait des actionnaires, choisit les investissements parmi un ensemble donné dont il connaît parfaitement les distributions de probabilités des flux d'exploitation. Cette connaissance parfaite et commune aux différents acteurs, associée à une rationalité substantielle et à l'existence supposée de marchés parfaitement efficients et de contrats complets, entraîne l'absence de conflits d'intérêts. Le cadre temporel est aussi fixé ; si les flux (ou leurs distributions) sont parfaitement connus, l'horizon temporel est également supposé donné et la maximisation de la valeur de la firme se fait par actualisation des flux sur cet horizon prédéterminé¹⁶. Le comportement du dirigeant exclut toute latitude discrétionnaire et les seuls créanciers résiduels dans ce processus sont les actionnaires. Tous les autres acteurs sont supposés être rémunérés à leur rémunération d'équilibre, sans participer au partage de la rente¹⁷ ; le plus souvent seuls les créanciers financiers (les obligataires) sont considérés explicitement, leurs créances étant habituellement supposées sans risque.

¹⁶ Remarquons à l'occasion qu'un tel cadre suppose implicitement l'absence d'innovation laquelle ne peut exister que s'il y a incertitude.

¹⁷ Tous les marchés des facteurs sont supposés concurrentiels et les différentes parties prenantes sont rémunérées au prix d'équilibre fixé sur ces marchés. Leur rémunération est indépendante de la rente obtenue des investissements. Ainsi, dans cette modélisation, par exemple, la rémunération versée aux salariés exclut toute participation aux résultats de l'entreprise. À l'exception des actionnaires, il n'y a pas de divergence possible entre la rémunération requise (le prix d'équilibre) et la rémunération obtenue. Cela ne signifie pas, bien entendu, qu'on ne peut déterminer une rémunération d'équilibre *ex ante* pour les actionnaires, c'est ce que permet d'obtenir par exemple le Medaf qui conduit à estimer le taux de rentabilité requis par les actionnaires en fonction du risque systématique (non diversifiable). Cependant, pour les actionnaires, le taux de rentabilité réalisé, en raison de la rémunération fondée sur l'appropriation du profit aléatoire (la rente), est habituellement distinct du taux de rentabilité requis.

En référence à ce schéma, les altérations pouvant conduire à des distorsions par rapport à l'optimum d'investissement néoclassique portent, selon les modèles, sur la rationalité des agents ou la représentation de leur comportement, sur la nature des parties prenantes impliquées et leurs relations, sur la représentation de l'environnement, voire sur la représentation des actifs faisant l'objet de la décision d'investissement. Dresser une typologie de ces altérations est relativement artificiel dans la mesure où elles ne sont pas indépendantes. Ainsi, l'altération de l'hypothèse de rationalité substantielle qui se traduit, par exemple, par une incapacité des agents à appréhender l'intégralité des flux d'investissement au-delà d'un certain horizon entraîne elle-même des conflits d'intérêts car l'hypothèse d'homogénéité des horizons entre parties prenantes à la décision d'investissement est généralement enfreinte.

L'inventaire proposé se limite aux approches de l'investissement qu'on peut identifier dans les principales revues économiques financières et qui, sauf exception, – en particulier, les approches relevant de la théorie économique évolutionniste –, restent fidèles à deux principes : la rationalité individuelle calculatoire et le recours au principe d'efficience.

2.1. Les altérations de l'hypothèse de rationalité et leurs conséquences comportementales

Dans le cadre traditionnel, les acteurs font leurs choix d'investissement en maximisant l'espérance d'utilité de leur consommation intertemporelle ; le choix se fait uniquement à travers les flux monétaires (absorbés ou sécrétés) et qui permettent de consommer. Dans cette représentation, les acteurs sont à même de prévoir l'ensemble des flux aux différentes périodes pour les différents états du monde possible, sur un horizon temporel déterminé et ils connaissent la structure à terme des taux d'intérêt permettant de faire les arbitrages de consommation optimaux. Une telle représentation suppose donc une rationalité substantielle extrême.

Une première altération, suggérée par des auteurs tels que Marris (1964) ou Williamson (1964), mais également par Jensen et Meckling (1976), consiste, à côté de l'argument monétaire, à inclure d'autres arguments dans la fonction d'utilité, tels qu'il n'y ait pas de substituts pécuniaires parfaits. On trouve ainsi, dans certains modèles, des avantages associés au prestige, à la latitude discrétionnaire, à la « construction d'empire ». Le choix des investissements ne se fait plus alors selon la seule dimension des flux monétaires actualisés, mais également à partir de ces autres arguments. Cet aspect importe d'autant plus que certains avantages procurés par les investissements ne peuvent faire l'objet d'appropriation

privée que si les acteurs sont en contact direct avec les actifs supports, par exemple, lorsqu'une des retombées de l'investissement est l'accroissement de capital humain, sous forme de réputation ou de constitution de savoir-faire *via* l'apprentissage.

L'incapacité des acteurs à prévoir les différents états du monde sur un horizon temporel illimité constitue une deuxième altération du cadre traditionnel. Selon l'argument avancé par Simon (1961), portant sur le caractère limité des capacités cognitives des individus, une telle prévision est irréaliste et ce d'autant plus que les innovations sont, par définition, imprévisibles. Cet argument, indépendamment de tout conflit d'acteurs, conduit *a priori* à privilégier les investissements à court terme, les flux étant le plus souvent d'autant moins difficiles à prévoir qu'ils sont censés survenir à un horizon rapproché. Une autre conséquence des limites cognitives des individus concerne l'ensemble des choix. Si on exclut que cet ensemble soit donné de façon exogène, se pose alors la question de son émergence. La limitation des capacités cognitives, ainsi d'ailleurs que les coûts liés à l'analyse et à la conception des projets ou encore la nécessité stratégique de prendre parfois des décisions dans l'urgence, font que le nombre d'alternatives constituant l'ensemble des choix, notamment pour les investissements stratégiques, est relativement restreint. Le processus de maximisation, si maximisation il y a, se réduit dans cette perspective à comparer l'accroissement de richesse ou d'utilité auquel conduit chaque alternative identifiée et sous la contrainte du temps imparti pour la décision. À cette notion de rationalité limitée est liée celle de faillibilité. Comme le souligne Sah (1991), les jugements humains sont faillibles, les dirigeants peuvent accepter de mauvais projets et en rejeter de bons. Cette faillibilité trouve son origine, notamment, dans le caractère limité en effort et en temps qu'un individu peut consacrer à une décision, l'importance du *timing* et les biais cognitifs liés par exemple aux modèles mentaux implicites auxquels il recourt.

Une troisième altération se produit également, de façon indirecte, si on rejette l'hypothèse de complétude des marchés financiers, si on suppose que ces derniers sont inefficients, au moins au sens fort¹⁸, et s'il existe des coûts de transaction substantiels. Dans ces différents cas, les arbitrages intertemporels entre flux deviennent, sinon impossibles, du moins difficiles et imparfaits, car les acteurs ne

¹⁸ Rappelons que les marchés financiers sont inefficients (informationnellement) au sens fort si les cours des actifs financiers ne reflètent pas l'intégralité des informations financières, y compris l'information « privée ».

disposent plus de prix objectifs purs leur permettant de valoriser les différents flux. Cette difficulté à arbitrer entre périodes favorise également, selon toute vraisemblance, les investissements à court terme.

Une quatrième altération trouve son origine dans l'hypothèse de biais cognitif. Ainsi, Heaton (1998) propose une modélisation financière qui suppose que les dirigeants sont optimistes relativement aux chances de succès de leurs investissements : ils les surestiment systématiquement. Ce biais se manifesterait notamment quand l'objectif poursuivi est sous le contrôle (au moins partiel) de l'acteur et quand ce dernier est fortement impliqué dans le projet ; deux conditions qui semblent caractériser les dirigeants. Cette hypothèse constitue une alternative aux hypothèses d'enracinement des dirigeants ou de construction d'empire pour expliquer l'adoption de projets non rentables. Elle peut donner lieu également à des développements concernant la relation entre la nature des investissements entrepris – en liaison notamment avec le caractère incertain des flux – et la notion de risque « commandé¹⁹ » liée aux facteurs de contrôlabilité et d'implication.

La simple remise en cause de l'hypothèse de rationalité substantielle, indépendamment de tout phénomène d'asymétrie d'information ou de conflits d'intérêt, suffit à introduire des distorsions importantes. Ces altérations conduisent à conclure qu'en dehors de l'action de mécanismes correcteurs, il existe des biais favorables aux investissements à court terme. Selon la nature des préférences individuelles, il semblerait également que certains investissements soient choisis, non pas sur la seule valeur des flux monétaires qu'ils secrètent, mais également en raison des sources d'utilité spécifiques qu'ils procurent et qui n'ont pas d'équivalent pécuniaire²⁰.

2.2. Les altérations de l'hypothèse d'absence de conflits d'intérêts entre les parties prenantes et leurs conséquences

Bien que les conflits d'intérêts puissent résulter de différences entre fonctions d'utilité, non solubles parce que certaines sources d'utilité ne sont pas parfaitement compensables sous forme

¹⁹ Dans les modélisations traditionnelles, le risque de l'investissement étant exogène échappe à tout contrôle du dirigeant et est indépendant de l'implication de ce dernier. Ce caractère exogène ne constitue une hypothèse acceptable que si les sources de risque sont multiples et si l'influence du dirigeant est négligeable. Or, il est difficilement niable qu'en réalité, le dirigeant a souvent une action significative sur le risque encouru. Par exemple, le souci de limiter les charges fixes constitue une façon de réduire le risque d'exploitation. Un risque sur lequel on peut agir est un risque « commandé ».

²⁰ On peut penser, par exemple, aux investissements réalisés dans le domaine du sport par certains dirigeants.

monétaire, et ceci indépendamment de toute asymétrie d'information, cette dernière est considérée habituellement comme la cause principale de conflit. Dans le cadre traditionnel, l'information étant parfaite, la rationalité substantielle, les sources d'utilité exclusivement pécuniaires et les marchés financiers parfaits, même si le dirigeant a une fonction d'utilité différente et si les actionnaires ont des préférences hétérogènes, l'existence de marchés financiers parfaits et complets permet de résoudre les divergences d'intérêt qui restent sans incidence sur le choix des investissements.

Dans les modèles financiers, la représentation de l'asymétrie d'information est plus ou moins riche, allant d'une asymétrie exogène, non déterminée par les acteurs, à une asymétrie créée de façon à servir une stratégie. On postule²¹, le plus souvent, que les parties prenantes internes, représentées dans la plupart des modèles, soit par les dirigeants, soit par les actionnaires actuels, détiennent une information privée sur les caractéristiques du projet à laquelle n'ont pas accès les créanciers ou les actionnaires potentiels. Ce différentiel d'information peut aller jusqu'à créer un risque de substitution d'actifs ; par exemple, les fonds des créanciers peuvent servir à financer d'autres actifs que ceux pour lesquels le contrat de prêt a été établi. La vérifiabilité de l'emploi des fonds est supposée d'autant plus difficile que l'actif financé a une nature incorporelle, par exemple, sous forme de R&D.

Au-delà de la nature même de l'investissement financé, l'asymétrie d'information entre parties prenantes peut concerner les retombées de l'investissement qu'elles soient sous forme monétaire ou autre. Les retombées non monétaires internes qui se traduisent par des services que peuvent principalement s'approprier les personnels²² de l'organisation (avantages non pécuniaires, effets de réputation, acquisition de savoir-faire...) sont difficilement évaluables par des tiers. L'asymétrie peut porter également sur l'évaluation des flux monétaires et de leur risque. L'information financière des tiers repose, en grande partie, sur les prévisions de flux que leur dispensent les dirigeants ; cette information est plus ou moins précise et certaines modélisations considèrent aussi bien une asymétrie sur l'espérance

²¹ Cette supériorité informationnelle est habituellement considérée comme évidente en raison d'une plus grande facilité ou d'un moindre coût d'obtention de l'information. Cette apparente supériorité se comprend assez facilement pour le dirigeant et pour les principaux actionnaires qui siègent au conseil d'administration. Pour les petits actionnaires en fait cette hypothèse est peu réaliste, l'information qui leur est communiquée ayant un caractère public. De façon plus critique, on pourrait s'interroger sur le caractère effectif de la supériorité informationnelle du dirigeant et des principaux actionnaires actuels. L'information interne est importante mais encore faut-il disposer des *benchmarks* et des modèles permettant de l'interpréter, voire de la rechercher. On ne peut être que surpris de la pauvreté de conception et d'interprétation de la notion d'asymétrie d'information dans la littérature traditionnelle.

des flux que sur leur variance. À ces différentes dimensions de l'asymétrie, qui touchent à la connaissance des flux futurs et se rattachent aux aspects précontractuels, il faut ajouter celle qui est liée à la répartition des flux et qui relève du risque postcontractuel. Ainsi, la notion de « *free cash flow* », de flux disponible après financement des investissements à VAN positive, sur laquelle repose la « théorie du *free cash flow* » de Jensen (1986) suppose, pour être pertinente, qu'on puisse identifier le flux distribuable. Or, même pour le résultat comptable qui est apparent, un simple actionnaire est difficilement à même d'en apprécier le niveau effectivement « libre » ou distribuable ; en outre, le niveau du résultat est déjà déterminé en fonction de la stratégie des dirigeants voire des actionnaires dominants. L'évaluation du caractère « libre » du flux est donc fortement sujette à l'asymétrie d'information.

L'asymétrie d'information entre parties prenantes est d'autant plus génératrice de conflits d'intérêts²³ qu'elle peut être volontairement construite dans une perspective stratégique. Les modélisations les plus simples se limitent à considérer une asymétrie donnée, exogène, sans supposer d'opportunisme des acteurs. Dans les modèles plus évolués, l'asymétrie est construite, l'information est manipulée. Le dirigeant, par exemple, choisira des investissements incorporels plus difficiles à contrôler (Edlin et Stiglitz, 1995) ou, encore, manipulera l'information en avançant la diffusion des bonnes nouvelles et en retardant celle des mauvaises (Hirshleifer, 1993)

Les parties prenantes qui s'affrontent dans la plupart des modèles financiers se résument aux dirigeants, aux actionnaires actuels et potentiels ainsi qu'aux créanciers financiers. Certains modèles explorent d'autres voies en opposant certaines catégories d'actionnaires, par exemple, les actionnaires dominants, représentés le plus souvent au conseil d'administration, aux petits porteurs ou en introduisant d'autres parties prenantes telles que les salariés – des distinctions étant également possibles entre cadres supérieurs et employés – voire des personnes extérieures à l'organisation, telles que les clients, les fournisseurs, les Pouvoirs publics...

2.2.1. L'analyse des conflits d'intérêts entre actionnaires et créanciers

²² Les retombées non monétaires peuvent également concerner des tiers, tant en termes positifs (par exemple, amélioration de l'emploi dans une région) que négatifs (par exemple, la pollution).

²³ Certains auteurs (Persons, 1994) montrent cependant que la déformation de l'information par les dirigeants n'induit pas nécessairement une perte d'efficacité et qu'elle peut même être source de gain en réduisant les coûts de surveillance.

L'hypothèse de conflit d'intérêts, centrale dans les analyses relevant de la théorie de l'agence, est censée expliquer un certain nombre de distorsions dans le choix des investissements. Les premiers modèles fondés sur les conflits d'intérêts entre actionnaires et créanciers financiers, tels que celui de Jensen et Meckling (1976), permettent de mettre en évidence un phénomène de sous-investissement par rapport à l'optimum de premier rang. Par exemple, le risque de substitution d'actifs conduit les créanciers à demander des garanties, à mettre en place des systèmes de contrôle, voire à requérir une prime de risque²⁴. Ces mesures, génératrices de coûts d'agence, conduisent à un sous-investissement. Ces conflits d'intérêts sont en mesure d'entraîner le sacrifice d'investissements rentables y compris en l'absence d'asymétrie d'information. Comme le montre Myers (1977), l'existence d'un endettement peut conduire les actionnaires à refuser d'entreprendre un investissement rentable (dans le cadre traditionnel), si l'objectif de maximisation de la valeur globale (actionnaires et créanciers financiers) ne s'identifie pas à celui de maximisation de la valeur actionnariale. Une telle situation peut survenir, si la répartition des flux est telle qu'une fois la dette existante remboursée, l'espérance de rentabilité pour les capitaux propres ne couvre pas leur coût. L'asymétrie d'information concernant les flux issus des actifs (y compris leur valeur de revente) peut conduire également les créanciers financiers à refuser de financer certains types d'actifs. Ainsi, selon Williamson (1988), de façon à limiter les coûts de transaction, le financement des actifs fortement spécifiques devrait se faire par fonds propres ; l'insuffisance de capitaux propres entraînerait donc un sous-investissement en actifs spécifiques.

2.2.2. L'analyse des conflits d'intérêts entre actionnaires actuels et potentiels ou entre actionnaires dominants et petits porteurs...

L'asymétrie d'information entre actionnaires actuels et potentiels est susceptible également de créer des distorsions en matière d'investissement. Selon l'hypothèse usuelle, les actionnaires actuels bénéficieraient d'un accès interne et privilégié à l'information ; en conséquence, le coût des fonds propres internes (de l'autofinancement) serait inférieur à celui des fonds propres externes²⁵, une partie de

²⁴ Cette prime prend la forme d'une hausse du taux d'intérêt. À notre connaissance, aucun modèle formel ne permet de fixer le niveau de cette prime ; on peut cependant considérer qu'il y a une liaison directe entre ce type de risque et le risque de faillite, car la substitution d'actifs influence directement le risque de ne pas récupérer les capitaux prêtés.

²⁵ Une conclusion inverse, fondée sur l'inefficience présumée des marchés financiers est cependant avancée par Haugen (1996, p. 96) selon lequel, en raison du biais des marchés, la valeur des actions serait surévaluée et le coût des fonds propres externes sous-évalué.

l'information n'étant pas reflétée dans les cours. Un tel biais entraînerait selon Thakor (1990) une préférence pour les projets d'investissements qui secrètent des flux sur le court terme et qui facilitent la reconstitution des liquidités internes. Il en déduit notamment les conséquences suivantes²⁶ (Thakor 1993, p. 139) : (1) les firmes préfèrent les projets à délai de récupération brefs ; (2) une firme peut avoir intérêt à accumuler des liquidités au-delà du montant nécessaire au financement des investissements à VAN positive, c'est-à-dire à disposer d'un *free cash flow* ; (3) l'évaluation d'un même projet peut différer pour des firmes similaires selon l'état de leurs liquidités et (4) le recours au critère du délai de récupération devrait être d'autant plus important que la firme investit fréquemment et a des besoins de liquidités en conséquence. Thakor prétend également que les actionnaires actuels ont une meilleure connaissance de la distribution de probabilités des *cash flows* futurs. Il en résulterait une sous-évaluation des firmes les plus rentables qui seraient ainsi incitées à investir de préférence dans des projets à court terme.

Les conflits d'intérêts peuvent également opposer les actionnaires dominants, qui exercent souvent une influence importante sur le choix des investissements, de par leur participation au conseil d'administration, aux petits porteurs qui ne reçoivent souvent que l'information publique. La position dominante des actionnaires principaux peut les conduire à privilégier les investissements qui sont les plus conformes à l'équilibre de leurs portefeuilles en termes de liquidités et de valorisation. Une telle stratégie, selon la firme étudiée, peut aussi bien conduire à favoriser les investissements à court terme que ceux à long terme. Dans ce cas de figure, l'origine du conflit n'est pas principalement liée aux caractéristiques intrinsèques de l'investissement, mais plutôt au choix des critères qui régissent le processus d'investissement. Ces conflits d'intérêts entre actionnaires dominants et petits porteurs ont par ailleurs (Easterbrook, 1984 ; La Porta et *al.*, 1997a) été avancés pour expliquer la politique de dividendes comme moyen pour les actionnaires dominants de se dédouaner vis à vis des petits porteurs. Cette distribution qui pèse sur les liquidités peut à son tour influencer le choix des investissements. Toutefois, le lien établi par certains modèles de signalisation entre le niveau de la politique de dividendes et la politique

²⁶ Certaines autres conclusions de Thakor (1993, p. 139) ne concernent pas les distorsions dues aux conflits d'intérêts mais les réponses organisationnelles. Ainsi, il suppose que le recours au critère du délai de récupération est vraisemblablement d'autant plus important qu'il y a rationnement du capital et que la mise en œuvre du rationnement nécessite un système de budgétisation des investissements centralisé de telle sorte qu'on devrait constater une corrélation entre la centralisation, le rationnement et le recours au délai de récupération.

d'investissement semble faible et assez peu plausible au vu du montant relativement peu significatif (sauf exception) des dividendes servis, comparativement à l'ensemble des besoins de liquidités d'une entreprise.

2.2.3. L'analyse des conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants

Privilegié par les premiers modèles d'agence, le conflit d'intérêts qui a été vraisemblablement le plus invoqué pour expliquer les distorsions dans le choix des investissements est celui qui opposerait les actionnaires aux dirigeants. Jensen et Meckling (1976), qui considèrent une entreprise dont la propriété, à l'origine, est détenue intégralement par son dirigeant, justifient ce conflit en considérant les avantages non pécuniaires que s'approprierait celui-ci. En cas d'ouverture du capital une partie de ces avantages serait supportée par les actionnaires externes, à moins que le marché financier ne soit totalement efficient et que le cours des titres créés avec l'ouverture du capital ne reflète parfaitement ces prélèvements. Sauf cas particulier – par exemple, les petites sociétés à actionnariat familial – les avantages non pécuniaires ne représentent cependant qu'une source mineure de conflits, comparativement au choix des investissements. L'asymétrie d'information concerne à nouveau aussi bien la nature et l'importance des investissements, la chronologie et la nature de leurs retombées que le partage de ces dernières.

Un des aspects les plus modélisés dans la problématique principal-agent concerne les efforts déployés par les dirigeants et leur capacité managériale. Si l'objectif du dirigeant est formulé en termes d'utilité et si l'effort est source de désutilité, on retient *a priori* l'hypothèse que le dirigeant cherche à réduire son effort, ce qui peut induire un sous-investissement. L'objectif souvent attribué au dirigeant de maximisation de la valeur de son capital humain – une composante de sa richesse totale – conduit à une vision différente. Le dirigeant agit et décide des investissements à entreprendre, de façon, d'une part, à influencer favorablement la perception qu'ont les actionnaires de ses capacités, ce qui accroît la valeur de son capital humain sur le marché managérial, d'autre part, à éviter que les actionnaires puissent l'évincer facilement en cas de mauvaise performance.

Relativement aux distorsions induites en matière d'investissement, le motif de réduction de l'effort *stricto sensu* est rarement retenu²⁷. Il en va différemment des autres arguments. Le lien entre la

²⁷ Il semble peu pertinent pour expliquer le sous-investissement. Si on le retient cependant il conduit à prédire, par exemple, que le dirigeant va engager d'autres cadres pour le seconder. Cette solution peut lui porter préjudice sur le

construction du capital réputationnel et les décisions d'investissement a particulièrement été étudié par Hirshleifer²⁸ (1993) qui identifie trois voies de manipulation offertes aux dirigeants : (1) la préférence pour les investissements aux retombées visibles (*visibility bias*) : le dirigeant favorise les investissements qui ont des retombées visibles le plus rapidement possible fût-ce aux dépens de la performance à long terme ; (2) la préférence pour les investissements dont l'information sur les flux est manipulable (*resolution preference*) : le dirigeant préfère les investissements qui lui offrent la possibilité d'agir sur la révélation des résultats, de dissiper, de « résoudre » l'incertitude, soit en avançant la diffusion des informations favorables, soit en retardant celle des informations défavorables et (3) la préférence pour les investissements qui imitent ceux des firmes prospères (*mimicry and avoidance*) : les dirigeants préfèrent les investissements qui leur permettent d'être assimilés aux gestionnaires des firmes performantes et de ne pas l'être à ceux des firmes contre-performantes. Les manipulations retenues portent sur l'information concernant soit la nature des investissements, soit les flux secrétés ; la manipulation des flux eux-mêmes, qui suppose la possibilité d'agir sur leur réalisation n'est pas évoquée. On peut penser qu'un dirigeant aura tendance à privilégier les investissements dont le risque est commandable, c'est-à-dire dont les flux échappent le moins possible à son « contrôle ». Il s'agit toutefois d'une différence importante par rapport au cadre traditionnel où, tant les flux, que l'information sur les flux, sont supposés indépendants des actions des dirigeants.

L'autre argument avancé pour justifier d'une incidence du conflit entre le dirigeant et les actionnaires est fondé sur la possibilité qu'ont les dirigeants de se soustraire, *ex post*, aux sanctions des actionnaires. Ce dernier argument touche au thème de l'enracinement des dirigeants tel qu'il a été introduit par Shleifer et Vishny (1989). Un des moyens privilégiés par les dirigeants pour maximiser la valeur de leur capital humain consisterait à s'enraciner, c'est-à-dire à rendre leur remplacement le plus coûteux (ou le moins rentable) possible pour les actionnaires²⁹. La réalisation d'investissements dont la valeur dépend de la présence du dirigeant à la tête de la firme, investissements qu'on peut qualifier

plan réputationnel en cas de succès, la responsabilité de la performance pouvant être partagée. Inversement, elle permet également de diluer la responsabilité en cas de performance insuffisante.

²⁸ Le lien avec la réputation a également été étudié par Prendergast et Stole (1996) qui s'attachent aux distorsions qui surviennent lorsque les managers se préoccupent de la perception qu'a le marché de leur capacité à apprendre en fonction des erreurs qu'ils ont commises sur des investissements antérieurs.

d'idiosyncratiques³⁰, constituerait un vecteur d'enracinement privilégié. En cas de départ du dirigeant, ces investissements – par exemple, une marque ou des investissements immatériels associés à la constitution d'un réseau social – perdraient toute valeur ce qui dissuaderait les actionnaires d'évincer le dirigeant. Un autre moyen d'enracinement, suggéré par Edlin et Stiglitz (1995), consisterait à entreprendre, de préférence, les investissements les plus incertains de façon à rendre l'évaluation de l'opportunité d'un remplacement la plus imprécise possible tant pour les concurrents potentiels des dirigeants que pour les actionnaires. Plus les concurrents sur le marché des managers hésiteront à présenter leur candidature, en raison de l'incertitude, plus il sera coûteux pour les actionnaires de les remplacer.

Si l'enracinement peut être à l'origine de conflits en induisant des choix d'investissements contraires à l'objectif de maximisation de la valeur actionnariale, dans une optique de comparaison avec l'optimum traditionnel néoclassique, il n'est pas synonyme pour autant de destruction de valeur. Dans un cadre qui reste fidèle à la vision actionnariale, Sarig et Talmor (1997) montrent qu'il peut être de l'intérêt des actionnaires d'adopter des mesures défensives³¹ (contre les prises de contrôle) favorables aux dirigeants actuels, contre les concurrents potentiels ; ces mesures permettraient aux actionnaires de bénéficier d'un avantage informationnel (une meilleure connaissance de la qualité des dirigeants) qui conduirait à choisir des investissements plus rentables. Si on élargit la modélisation pour prendre en compte la possibilité d'une dépendance entre la valeur du capital managérial et la valeur actionnariale, l'enracinement n'implique pas non plus nécessairement une destruction de valeur actionnariale. Ainsi, par exemple, en reprenant un argument présenté par Noe et Rebello (1997), l'enracinement faciliterait, notamment en le protégeant, l'accumulation du capital managérial et pourrait induire un accroissement des rentes managériales. Cet accroissement ne se fait pas nécessairement (Castanias et Helfat, 1991, 1992) au détriment de la richesse des actionnaires. Une telle analyse suppose cependant qu'il existe un lien entre les efforts des dirigeants, l'accroissement de leur capital humain et les flux issus de

²⁹ Des auteurs tels que Berger et *al.* (1997, p. 1411) définissent l'enracinement comme la capacité des dirigeants à se soustraire à l'ensemble des mécanismes disciplinaires (mécanismes d'incitation et de contrôle). Selon nous, ils confondent enracinement et latitude discrétionnaire.

³⁰ Ces investissements sont « spécifiques » à la relation d'emploi entre la firme et le dirigeant ; ils sont spécifiques à la personne même du dirigeant.

l'investissement. Il devient alors difficile de parler de distorsions dans les choix d'investissements, dus aux conflits d'intérêts, car l'ensemble de choix n'est plus donné, mais « construit » de façon endogène et dynamique, et de façon à concilier au mieux les différents intérêts.

L'analyse des conséquences du conflit entre dirigeants et actionnaires peut également emprunter une autre voie résultant d'une formulation différente de l'objectif poursuivi par les dirigeants en termes de maximisation de la latitude managériale. Rapportée à la décision d'investissement, la notion de latitude managériale correspond à la liberté de choix dont dispose le dirigeant pour proposer, mettre en œuvre et gérer les investissements. Les dimensions de cette latitude peuvent s'appréhender en termes de montant, de nature, de caractéristiques de flux (contrôlabilité, visibilité...), de modes de financement, de répartition des flux... Cette latitude dépend, en particulier, de l'ensemble des composantes du système de gouvernance (de l'organisation) qui contraignent ces choix. Dans la plupart des modèles financiers et de façon réductrice, cette notion est appréhendée sous le seul angle financier à partir du *free cash flow*.

Le concept de latitude ne se confond pas avec celui d'enracinement, même s'il existe une corrélation vraisemblablement positive entre les deux. Ainsi, un dirigeant solidement enraciné peut être fortement contraint dans ses choix en raison des systèmes encadrant la décision d'investissement ; inversement, un dirigeant facilement évinçable peut disposer d'une latitude importante, car, par exemple, ses décisions sont difficilement observables et contrôlables ou parce qu'il dispose d'un *free cash flow* important. Par ailleurs, l'objectif de maximisation de la latitude ne se confond pas avec celui de maximisation de la valeur du capital humain managérial. Cette dernière dépend du flux de rentes que le dirigeant contribue à générer. Si le marché du capital humain est efficient, le dirigeant doit recevoir la contrepartie de ce flux de rentes, notamment sous forme de rémunération. L'objectif de latitude sous-entend que le dirigeant attribue une utilité intrinsèque à la latitude, qui dépasse la seule valorisation de son capital humain et qui, à certains égards, s'apparente à celle attachée à la construction d'empire. Toutefois, les deux objectifs ne sont pas non plus nécessairement contradictoires : le dirigeant peut utiliser sa latitude pour choisir de préférence les investissements lui permettant de maximiser la valeur de son capital humain, par exemple, en construisant un certain savoir-faire. La recherche de latitude incite le

³¹ Une argumentation montrant la compatibilité des mesures défensives avec l'objectif de maximisation de la richesse des actionnaires est également proposée par Giammarino et al. (1997). Leur analyse se situe dans le cadre de la théorie du *free cash flow*.

dirigeant à choisir les investissements qui maximisent sa marge de manœuvre, ceux qui évitent d'accroître la contrainte disciplinaire exercée par les différentes parties prenantes (notamment des apporteurs de capitaux) et qui sont plus facilement « commandables » tant dans la formation que dans la répartition des flux. Enfin, il n'y a pas, non plus, nécessairement contradiction entre l'objectif de latitude et celui de maximisation de la valeur actionnariale. La recherche de la latitude incite le dirigeant à prendre des initiatives, à créer des opportunités d'investissement, à développer du savoir-faire ; comme le suggère Charreaux (1996), le supplément de latitude managériale peut conduire à entreprendre des projets d'investissements plus rentables pour l'ensemble des parties prenantes, y compris les actionnaires. Un tel argument est avancé, par exemple, par Burkart et *al.* (1997) pour proposer une modélisation de la structure optimale de l'actionnariat considérant simultanément les coûts et les avantages de la latitude managériale³².

2.2.4. L'analyse des conflits d'intérêts entre dirigeants dans les organisations décentralisées

Si les conflits entre actionnaires et dirigeants ont fait l'objet de nombreuses investigations, il en va différemment de ceux opposant les dirigeants d'une même organisation (dirigeants de la société-mère contre dirigeants de filiale, dirigeants du quartier-général contre dirigeants de divisions) qui n'ont été considérés que relativement récemment³³. Alors que l'analyse de la première catégorie de conflits attribue un rôle principal aux apporteurs de capitaux externes et, par conséquent, met principalement en évidence les distorsions induites par les financements externes, l'étude des conflits entre dirigeants d'une même organisation se centre sur le marché interne du capital et sur la concurrence que se livrent les dirigeants pour entreprendre les projets qu'ils considèrent comme prioritaires au vu de leurs propres objectifs.

³² Zwiebel (1996) propose un modèle dynamique de la structure de financement faisant intervenir un compromis entre l'objectif de construction d'empire de dirigeants partiellement enracinés et un niveau suffisant d'efficacité pour prévenir les prises de contrôle. Le modèle entraîne un certain nombre de prédictions concernant l'investissement. Ainsi (p.1213), à l'équilibre (équilibre dynamique), paradoxalement ce serait les dirigeants des firmes les plus performantes qui manifesteraient le comportement de construction d'empire le plus affirmé ; par ailleurs, les dirigeants entreprendraient davantage de projets peu rentables en fin de carrière.

³³ Dans une perspective différente, liée non pas à la divisionnalisation, mais à la décentralisation, il faut mentionner l'analyse de Sah (1991) sur la faillibilité dans les organisations qui montre que les systèmes fortement hiérarchiques conduisent à freiner l'innovation.

Ainsi, Harris et Raviv (1996) construisent un modèle dans lequel les dirigeants du quartier général, neutres face au risque, représentent les intérêts des actionnaires. Ces dirigeants contrôlent l'accès au financement mais, en revanche, ne sont pas en mesure de déterminer de façon certaine les techniques de production effectivement disponibles ; ils peuvent toutefois commander des audits pour obtenir cette information. Afin de ne pas supporter des coûts d'audit trop importants, ils engagent un manager (au niveau de la division) qui connaît la technique de production ; ce dernier a une fonction d'utilité qui dépend simultanément d'une rémunération monétaire et de l'exercice même de la fonction managériale, en raison des effets qu'elle induit sur son capital réputationnel. Cette réputation croît avec l'importance du capital géré, la taille de la division et la productivité du capital. Les distorsions induites par les conflits d'intérêts entre les dirigeants du quartier général et les managers de division conduisent à sous-investir dans les projets à forte productivité et, inversement, à surinvestir dans les projets à faible productivité³⁴.

Scharfstein et Stein (1997) étudient les problèmes posés par ce type de conflits d'intérêts en proposant un modèle plus complexe à trois niveaux d'acteurs : les investisseurs externes, les dirigeants du quartier général et les managers de division. Il y a conflit d'intérêts entre les dirigeants du quartier général et les managers de divisions si les premiers s'approprient des bénéfices privés sur l'ensemble des actifs des divisions qu'ils supervisent alors que les seconds ne s'approprient que ceux issus des actifs de leur propre division. Ces divergences d'intérêts entraînent également des distorsions en matière d'allocation du capital – les firmes diversifiées surinvestissent dans les activités faiblement rentables et sous-investissent dans les autres – et le modèle permet ainsi d'expliquer l'existence de subventions croisées entre divisions³⁵, conduisant à un gaspillage des fonds.³⁶

³⁴ P. Romelaer fait observer que cette conclusion semble infirmée par les faits. Selon lui, elle interdirait les efforts massifs de productivité qu'ont effectué de très nombreuses entreprises depuis quinze ans, et par exemple Renault dans les derniers temps. En fait, comme dans toute la littérature normative qui se positionne par rapport à l'optimum de premier rang (l'économie du Nirvana), il est difficile de dire si ces conclusions sont infirmées. La modélisation présentée conclut à un sous-investissement par rapport à un univers idéal, elle ne conclut pas qu'il n'y a pas d'investissement à forte productivité dans le monde réel. Ce point permet d'illustrer une des difficultés méthodologiques (en termes de testabilité) des approches normatives.

³⁵ Selon P. Romelaer, l'existence de telles subventions serait contraire aux résultats de certaines recherches en organisation (cf. chapitre 2) qui montrent les difficultés de synergie entre divisions dans les structures divisionnalisées de type normal. Lamont (1997) obtient cependant des résultats montrant l'existence de telles subventions dans l'industrie pétrolière. Les résultats de Wulf (1998) corroborent indirectement cette hypothèse.

Ce problème d'allocation inefficace dans le cadre d'un groupe diversifié est également étudié par Rajan et *al.* (1998) qui montrent, au moyen d'un modèle d'inspiration différente, que le risque de gaspillage est d'autant plus élevé que la diversité des ressources et des opportunités s'accroît et par Wulf (1998). Cette dernière, à partir d'une modélisation qui privilégie la qualité de l'information, retrouve certains résultats de Rajan et *al.*, qu'elle complète en montrant que les distorsions sont plus amples dans les firmes qui ont le plus de divisions, qui sont confrontées à des contraintes financières et qui opèrent dans des environnements moins prévisibles. Ses résultats contredisent cependant ceux de Rajan et *al.*, dans la mesure où elle conclut que le problème est plus sensible dans les firmes les moins diversifiées (dont les activités sont davantage liées). L'étude empirique conduite confirme ce résultat.

L'incidence de la structure divisionnelle est également étudiée par Milbourn et *al.* (1998) avec pour objectif d'expliquer la formation de l'horizon d'investissement en relation avec les notions de carrière managériale et d'apprentissage. L'idée de base est la suivante. L'allongement de l'horizon permet au manager de division d'obtenir plus d'information sur le projet ce qui réduit son risque de faire des erreurs (accepter de mauvais projets ou ne pas réaliser de bons projets) et permet, *ex post*, de renforcer sa réputation.

2.2.5. L'analyse des conflits d'intérêts avec les autres parties prenantes : salariés, clients, fournisseurs...

L'élargissement de l'analyse aux conflits existants avec d'autres catégories de parties prenantes, par exemple, les salariés, les clients ou les fournisseurs peut également permettre d'expliquer d'autres types de distorsions du processus d'investissement. Ainsi, la crainte du licenciement peut inciter les managers-salariés à proposer des investissements qui sauvegardent leurs emplois. La forte spécificité du capital humain et les risques associés, tant pour les salariés que pour la firme, peuvent induire des distorsions sur le compromis effectué entre l'investissement en capital physique et l'embauche de personnel. L'accroissement de l'intensité capitalistique, au-delà de ce qui serait optimal dans le cadre néoclassique traditionnel, peut ainsi s'expliquer par le souci de minimiser l'incidence des conflits d'intérêts entre les dirigeants ou les apporteurs de capital financier et les salariés.

³⁶ Scharfstein (1998), conformément à cette prédiction, trouve que la sensibilité de l'investissement au Q de Tobin (pour le secteur industriel) est plus élevée pour les firmes mono-activité (non diversifiées) et moins élevée pour les segments de faible taille des firmes diversifiées.

Ce mode de raisonnement peut être étendu à d'autres parties prenantes telles que les fournisseurs ou les clients. L'incertitude sur les conséquences des ruptures des relations commerciales peut distordre les choix d'investissement par rapport à une situation d'information parfaite et d'absence de conflits d'intérêts entre les partenaires commerciaux. Ainsi, les risques liés à la spécificité des actifs peuvent expliquer un sous-investissement, un choix différent de technologie ou, encore, une forme organisationnelle particulière pour gérer l'investissement. Le choix de l'internalisation de l'investissement ou de sa réalisation, par exemple, sous forme d'une filiale conjointe peut résulter de ce type de considérations. De nombreux travaux de recherche³⁷, qui s'inscrivent dans le courant de la théorie des coûts de transaction, contribuent ainsi à expliquer les formes organisationnelles comme modes de gouvernance permettant de remédier aux distorsions apportées aux investissements associés aux transactions étudiées.

2.3. Les altérations liées à la représentation de l'environnement

Une troisième catégorie d'altérations concerne la représentation de l'environnement. Le cadre institutionnel représente une première composante de l'environnement. Ce cadre, selon le sens retenu par North (1990), est constitué des règles du jeu, notamment légales, qui contraignent les choix. Au vu des différences de structures de propriété et de financement mises en évidence par de nombreux travaux (notamment, La Porta et *al.*, 1998a ; Demirgüç-Kunt et Maksimovic, 1998), et en raison de la non-séparabilité entre les décisions d'investissement et de financement, il est vraisemblable que le cadre institutionnel, notamment légal, a une influence importante sur les décisions d'investissement.

Dans les travaux de gouvernance comparée sur le plan international, (notamment, La Porta et *al.*, 1997b, 1998b), on s'interroge, en particulier, sur le rôle des contraintes légales pour préserver les investissements des actionnaires. Ainsi, La Porta et *al.* (1998b) concluent, à partir d'une comparaison internationale des règles juridiques protégeant les actionnaires et les créanciers, que la meilleure protection est offerte par les pays anglo-saxons de *common law*. Inversement, la protection serait particulièrement médiocre dans les pays ayant adopté le système français, les pays germaniques et scandinaves se situant dans une position intermédiaire. On peut cependant prétendre que la protection

³⁷ On trouvera une bibliographie relative à ces travaux, par exemple, dans Shelanski et Klein (1995), Lyons (1996), Crocker et Masten (1996), Rindfleisch et Heide (1997) et Joffre (1999).

des investisseurs repose également sur le respect volontaire des engagements pris, donc sur des mécanismes de confiance, les relations entre mécanismes formels et informels pouvant être de complémentarité ou de substitution. Selon Fukuyama (1994) les mécanismes de confiance joueraient également très différemment selon les pays, ce qui est corroboré par les résultats de l'étude de La Porta et *al.* (1997c) : les pays dominés par des systèmes organisationnels religieux à fort pouvoir hiérarchique (le catholicisme, par exemple), seraient également défavorisés³⁸.

Ces interrogations rejoignent les réflexions qui sont conduites, dans une perspective davantage macro-économique et avec une définition plus large de l'environnement, sur les relations pouvant exister entre le niveau d'activité industrielle et la structure des systèmes financiers, industriels et légaux dans les différents pays (cf. notamment les développements récents de Rajan et Zingales, 1998 ; Carlin et Mayer, 1998). Au-delà des simples présomptions et des approches qui se limitent à constater des corrélations, une véritable explication des éventuels liens de causalité unissant l'environnement institutionnel à l'activité, semble devoir passer par une modélisation permettant de comprendre comment l'environnement influe sur les décisions d'investissement, sur la genèse des projets, leur sélection, leur mise en œuvre et leur contrôle.

Enfin, si à l'instar de Charreaux (1997), on définit les systèmes de gouvernance d'entreprise comme l'ensemble des mécanismes délimitant la latitude discrétionnaire des dirigeants, on est conduit à analyser la façon dont l'environnement, composante externe des systèmes de gouvernance, conditionne le processus d'investissement. La latitude discrétionnaire joue alors un rôle médiateur et la notion d'environnement inclut aussi bien les relations avec les différents marchés que l'influence exercée par le cadre institutionnel. Cette dernière passe notamment par la représentation (au sens de schéma mental) que se fait le dirigeant de sa relation avec l'environnement : l'environnement est perçu. Au-delà des caractères qui permettent de décrire objectivement ce dernier (par exemple, les règles légales, les réseaux financiers, les accords de réseaux...), la représentation cognitive, subjective³⁹, que s'en fait le dirigeant conditionne également le processus d'investissement. En ce sens, les altérations apportées au

³⁸ Usunier et Roger (1999), à partir de la même démarche que La Porta et *al.* (1997c), contestent cependant le lien entre le niveau de confiance et la performance lorsque la comparaison est limitée à la France et à l'Allemagne. Charreaux (1998) présente cependant une vue plus nuancée de la confiance dans le système de gouvernance, faisant intervenir également les coûts de la confiance.

³⁹ On constate à nouveau l'interdépendance des altérations. Dans le cas présent, l'altération relative à la représentation du cadre environnemental est imbriquée avec celle concernant la représentation de la rationalité des agents.

cadre néoclassique peuvent résulter autant de la prise en compte de contraintes objectives (par exemple, les contraintes légale en matière de pollution, les conditions d'augmentation de capital...) que de leur interprétation subjective (par exemple, la perception du niveau des conditions concurrentielles, du caractère contraignant de l'action des Pouvoirs publics ou, encore, de l'activisme des actionnaires...).

Cet aspect contextuel conditionne également la représentation des conflits entre les différentes parties prenantes. Dans les modèles formalisés de la théorie normative de l'agence, les coûts d'agence sont évalués par rapport à un optimum de premier rang supposé identifiable par un tiers externe dont la rationalité serait illimitée. Dans l'approche plus plausible, qui sous-tend tant la théorie positive de l'agence que celle des coûts de transaction, il suffit aux acteurs, dont la rationalité est limitée, d'être à même de faire des estimations des coûts d'agence, comparativement à une architecture organisationnelle existante et non à une situation idéale virtuelle. Ces estimations dépendent des représentations que se font les acteurs des relations de l'organisation avec l'environnement ; rien ne garantit qu'elles soient précises et réalistes. Les acteurs commettent des erreurs dans leurs estimations ; ils peuvent finalement choisir des structures qui, d'une part, apparaissent moins efficaces pour un observateur externe⁴⁰ disposant d'un autre référentiel et d'autres informations et qui, d'autre part, pourront éventuellement se révéler moins performantes *ex post* que les alternatives éliminées. La représentation de l'architecture organisationnelle et des conflits d'agence associés est elle-même évolutive en fonction notamment des résultats de la politique d'investissement entreprise ; cette évolution dépend en particulier du processus d'apprentissage.

Pour revenir au processus d'investissement, la prise en compte de l'environnement et de sa perception par les acteurs conduit à en examiner l'influence sur les différentes phases, avec pour objectif de mettre en évidence certaines régularités testables. Par exemple, un environnement défavorable, ou perçu comme tel, au financement par fonds propres externes, en raison d'une réglementation juridique et fiscale moins favorable ou d'un schéma mental managérial supposant que les dirigeants se considèrent comme représentant l'ensemble des parties prenantes⁴¹ et non des seuls actionnaires, peut conduire à

⁴⁰ On peut alors s'interroger sur la pertinence d'une telle référence. Dans quelle mesure un observateur externe disposerait-il d'une rationalité « supérieure » permettant d'établir la sous-optimalité des choix des acteurs ?

⁴¹ Les différences de schémas mentaux managériaux apparaissent très variables selon les pays comme le met en évidence Yoshimori (1995).

privilégier des formes d'investissement plus conservatrices⁴². Une « culture nationale » hostile aux dirigeants risque d'influencer le degré d'implication dans les projets si, par exemple, les systèmes de rémunération sont moins incitatifs ou si la fonction et la performance managériales apparaissent moins bien valorisées tant sur le marché des managers qu'au sein des différents réseaux sociaux.

L'analyse des différents systèmes de gouvernance, notamment nationaux, est directement liée à l'étude des altérations associées à l'introduction de l'environnement, comme variable déterminant la décision d'investissement. En particulier, relèvent de cette perspective, les questions touchant au court-termisme. Ce dernier est souvent expliqué en invoquant le contexte institutionnel (Porter, 1992), par exemple, l'influence des actionnaires et de la législation qui les protège ou encore, celle des fonds d'investissement qui conditionnerait les schémas mentaux des dirigeants et imposerait des normes de gestion strictement conformes à leurs intérêts. Le développement récent de l'utilisation des critères d'EVA (*Economic Value Added*) et de MVA (*Market Value Added*) peut s'interpréter en ce sens : la formation des dirigeants à ces approches, leur diffusion *via* les revues scientifiques ou de vulgarisation, et leur usage accru modifient les schémas mentaux et, de ce fait, les processus-mêmes d'investissement sans qu'il ait été véritablement démontré que ces « nouvelles » méthodes soient les plus à même de maximiser l'efficacité globale ou, de façon plus restrictive et paradoxale, la richesse des actionnaires⁴³. Dans cette logique, on devrait constater une évolution de la politique d'investissement des sociétés françaises dont le capital est passé sous l'influence dominante des fonds d'investissement anglo-saxons.

Les distorsions induites en matière d'investissement peuvent toucher, outre la représentation et la définition des horizons, celle de la légitimité des droits de propriété, c'est-à-dire des droits à l'appropriation des retombées des investissements (le partage de la rente). Dans le cadre traditionnel, les actionnaires sont les propriétaires exclusifs, les seuls créanciers résiduels ; ils ont pour rôle de supporter le risque résiduel – celui-ci étant défini de façon étroite⁴⁴ – non absorbé par les autres parties prenantes.

⁴² Nous entendons plus conservatrices au sens de « moins risquées » relativement au patrimoine de l'ensemble des parties prenantes. Par exemple, des dirigeants peuvent opter pour des investissements dont la rentabilité *ex ante* est moins variable de façon, par exemple, à faire courir moins de risque aux salariés.

⁴³ Il est d'ailleurs paradoxal (du seul point de vue scientifique), au vu de l'évolution de la théorie financière que, finalement, alors que l'approche néoclassique traditionnelle est contestée, en raison de son incapacité à expliquer la politique financière réelle, que la séparabilité des décisions d'investissement et de financement est rejetée, on cherche à diffuser des méthodes directement issues de la théorie sous sa forme la plus simpliste.

⁴⁴ En fait, cette notion n'a véritablement de sens que lorsqu'il y a incertitude et non seulement risque probabilisable. Dans ce dernier cas, sous les hypothèses traditionnelles du modèle néoclassique, les actionnaires sont rémunérés en

Ce rôle fonde leur légitimité à percevoir l'intégralité des gains résiduels, assimilés au profit. La reformulation récente de la notion de propriété de la firme (ou de l'organisation), issue de la théorie des contrats incomplets, et qui s'appuie sur les concepts de « droits décisionnels résiduels » et de « droits aux gains résiduels » conduit à un élargissement de cette notion. Les droits résiduels, qui régissent la répartition des décisions et des retombées imprévues (c'est-à-dire, non prévues par la loi, les contrats, les coutumes...), apparaissent, de fait, partagés entre l'ensemble des parties prenantes et la propriété est toujours démembrée. Au-delà de sa contribution à une reformulation plus générale de la notion d'efficacité, permettant une appréciation externe de la performance organisationnelle dans un objectif explicatif, par exemple, par substitution de la valeur partenariale⁴⁵ (Charreaux et Desbrières, 1998) à la valeur actionnariale, cette redéfinition de la propriété peut conduire à une révision de la légitimité des prétentions des différentes parties prenantes, les actionnaires n'étant qu'une catégorie particulière.

Dans cette perspective, la norme adoptée comme objectif par les dirigeants – valeur actionnariale, valeur partenariale, ou toute autre notion permettant de rendre compte de la répartition de la rente organisationnelle – dépend en partie de l'environnement ; en qualité de variable décisionnelle interne, elle constitue une variable explicative des choix d'investissement mais n'est plus un critère permettant de juger de l'efficacité de façon externe. Elle prend le statut de critère d'efficacité « interne », à l'instar de la démarche proposée par Coleman (1990), fonction de la répartition des droits de propriété qui préexiste à la décision. En ce sens, par exemple, le critère de la valeur actionnariale n'a pas de validité externe, comme, par exemple, le temps mesuré dans une compétition d'athlétisme de demi-fond ; ce critère s'impose dans certains environnements comme norme d'efficacité interne à la firme, par exemple, parce que les actionnaires ont le pouvoir d'imposer leur point de vue. Il n'en découle pas, pour autant, que les investissements censés maximiser *ex ante* la richesse des actionnaires soient les plus efficaces dans une perspective étendue à l'ensemble des parties prenantes, à supposer

moyenne pour le risque supporté. Il en va différemment s'il y a incertitude, les modèles d'évaluation objective du prix du risque devenant invalides et aucun modèle d'évaluation du prix de l'incertitude ne pouvant *a priori* être construit. Il en résulte que les actionnaires ne sont pas nécessairement dédommagés de façon équitable par la prime de risque (au sens du Medaf).

⁴⁵ La valeur partenariale représente en principe la valeur actualisée des rentes organisationnelles. La rente organisationnelle est égale à la différence entre la valeur de la production d'une organisation évaluée aux prix d'opportunité et les coûts de production (évaluée en coûts d'opportunité). La valeur actionnariale est un cas particulier de la valeur partenariale dans le cas où les actionnaires seraient les seuls créanciers résiduels (les propriétaires au sens légal traditionnel).

qu'on puisse appréhender cette dernière de façon externe. En fait, sauf à admettre la possibilité qu'un être omniscient externe puisse juger de l'efficacité des choix pour l'ensemble des parties prenantes, la seule⁴⁶ solution qui semble subsister pour conférer une légitimité externe à un critère consiste à faire appel au principe de sélection « naturelle ». Ainsi, relativement au critère traditionnel de la valeur actionnariale, un tel raisonnement revient à prétendre que ce critère, élément d'un ensemble de critères concurrents, fonction notamment des environnements institutionnels (en particulier des normes de légitimité), a fini par émerger en permettant aux organisations qui y recourent de s'imposer dans la lutte concurrentielle et de prospérer.

Contrairement au statut qu'il détient dans le cadre néoclassique et dans ses extensions, le critère de choix des investissements (valeur actionnariale ou autre), dans ce cadre modifié, n'a plus de légitimité externe, fondée, par exemple, sur l'optimalité de premier rang. Il s'agit d'un critère proposé par les acteurs en fonction du jeu organisationnel interne et de l'environnement. S'il est inadapté, il conduit à une sous-performance, qui se traduit à terme par une fragilisation de la coalition organisationnelle ; une création de rente organisationnelle inférieure à ce qu'elle est dans les organisations concurrentes incite les différentes parties prenantes, défavorisées dans le partage, à traiter avec d'autres organisations et à affaiblir la coalition⁴⁷. Ce n'est pas parce que les dirigeants cherchent à maximiser la richesse des actionnaires, que la performance, même mesurée selon le critère de la valeur actionnariale, sera garantie. Les seuls critères qui peuvent se justifier, dans une perspective externe, sont ceux qui ont permis aux organisations de survivre ; les « bons » critères et les « bonnes » démarches en matière d'investissement ont été sélectionnés par la compétition interorganisationnelle. Ainsi, la pérennité du critère du délai de récupération, incompréhensible dans le cadre de la théorie traditionnelle, trouve à s'expliquer dans cette perspective évolutionniste⁴⁸. Précisons que la sélection effectuée est indirecte ; ce ne sont pas les critères

⁴⁶ Une autre voie est de retenir la notion de « *presumptive efficiency* » introduite par Buchanan (1987, p. 5), selon laquelle l'observateur externe ne peut introduire un critère d'efficacité qu'à travers ses propres estimations des préférences des parties prenantes, c'est-à-dire telles qu'il pense qu'elles sont et non de ce qu'elles devraient être.

⁴⁷ Le corollaire de la conception de la firme en tant que « centre contractant » ou de « nœud de contrats » est que les frontières sont évolutives en fonction des accords passés et des transactions effectuées. Une firme ne peut créer de la valeur que si elle exerce un pouvoir d'attraction : elle doit attirer de nouveaux clients, de nouveaux fournisseurs, de nouveaux salariés afin de créer de la valeur et elle ne le peut que dans la mesure où la répartition de la valeur créée est satisfaisante par rapport aux opportunités dont disposent les parties prenantes.

⁴⁸ Dans un cadre de rationalité substantielle, le critère du délai de récupération qui contredit fréquemment la VAN est sous-optimal. La position évolutionniste expliquera ce critère en tant que règle, procédure, sélectionnée, notamment parce qu'elle permet des économies de recherche d'information, de rationalité, etc.

qui sont sélectionnés mais les organisations qui les utilisent. Bien entendu, des critères adaptés pour une organisation particulière dans un environnement donné peuvent se révéler non pertinents dans d'autres types d'organisation et d'environnement⁴⁹.

2.4. Les altérations liées à la représentation des actifs

Le dernier type d'altération résulte de la représentation des actifs associés aux décisions d'investissement. Dans le modèle néoclassique, un actif est entièrement décrit par une chronique de flux aléatoires : les distributions de probabilités des flux étant données et exogènes. Certains aménagements, comme, par exemple, ceux proposés par l'application de la théorie des options aux investissements réels, consistent à introduire une flexibilité commandée des flux. Ainsi, on prendra en compte la possibilité de différer un investissement ou de le rendre réversible. Éventuellement, la valeur des flux sera conditionnelle à celle de certains actifs sous-jacents, le plus souvent des matières premières (or, pétrole...) cotées sur un marché. Ces altérations peuvent être considérées comme faibles. Si elles permettent d'améliorer le processus d'évaluation, en tenant mieux compte de certaines sources de valeur, elles ne constituent que de simples aménagements du cadre traditionnel car la représentation de l'actif, en tant que simple chronique de flux monétaires, n'est pas fondamentalement modifiée.

Il en va différemment, si à l'instar de ce qui se fait dans certaines représentations, par exemple dans la théorie de l'enracinement des dirigeants proposée par Shleifer et Vishny (1989) ou dans celle des coûts de transaction de Williamson, on associe à l'investissement des caractéristiques qualitatives liées à la personne du dirigeant, à la spécificité des actifs sous-jacents – certaines considérations sur le caractère matériel ou immatériel peuvent être associées à cet aspect –, ou encore à l'inscription dans la stratégie de la firme, notamment lorsqu'on cherche à expliquer les stratégies de diversification ou de recentrage. Les actifs ne sont plus seulement des séries de flux monétaires exogènes : leur nature, la survenance des flux, l'horizon deviennent dépendants des stratégies des organisations ou de leurs dirigeants (voire d'autres acteurs), l'information sur les flux elle-même est manipulable, construite. Ainsi, si dans une première approche, la spécificité des actifs est une variable exogène explicative des

⁴⁹ Sabel (1994, p. 144) prétend ainsi que la politique de coûts-cibles qui a permis pendant une certaine période de générer des gains de productivité et d'expliquer la supériorité des firmes japonaises, se révélerait, dans l'environnement concurrentiel actuel, source d'inefficacité

structures de gouvernance chez Williamson, dans une seconde approche, plus complexe, la spécificité résulte d'un choix endogène.

Le processus d'investissement ne se résume plus au choix du projet optimal (maximisant la richesse des actionnaires) parmi un ensemble d'investissements dont les flux sont donnés, représentation retenue dans les exercices destinés aux étudiants en finance. Il s'agit, dans une perspective explicative, de comprendre comment un projet complexe, aux contours imprécis et aux retombées incertaines, a pu émerger et être mis en œuvre en fonction des stratégies de différentes parties prenantes aux objectifs divergents. Un investissement ainsi peut s'interpréter comme une source de latitude managériale (flexibilité des flux, possibilité de manipuler l'information, possibilité de le céder ou de le reconvertir à d'autres usages...), d'avantages non pécuniaires, d'effets de complémentarité (avec d'autres investissements ou avec la constitution de capital humain, notamment de réputation managériale), comme un vecteur garantissant la crédibilité des engagements, au sens de « *commitment* », par exemple, parce qu'il sera irréversible. Dans cette représentation des actifs supports de l'investissement, les dimensions du choix ne se réduisent plus aux flux et à leurs distributions de probabilité, les actifs ne sont plus indépendants des personnes mêmes des décideurs et de leurs stratégies. D'autres motivations surgissent. Par exemple, dans le prolongement des travaux de Donaldson (1961, 1969), la préoccupation de la mobilité (flexibilité) financière peut permettre de justifier la conservation d'un volant de liquidités important⁵⁰.

Au-delà de la flexibilité et de l'implication des acteurs, la représentation des actifs peut également faire intervenir des dimensions relatives à l'appropriabilité des retombées de l'investissement. Dans le cadre néoclassique, l'évaluation de l'appropriabilité ne soulève aucun problème ; les retombées se limitent aux flux de liquidités et les droits de propriété sur ces flux sont parfaitement définis. Dans les approches organisationnelles, les altérations concernent, en premier lieu, la question de l'identification de l'attributaire du flux, du créancier résiduel (actionnaires, créanciers, dirigeants...), la nature du résidu étant connue. En second lieu, et avec des conséquences plus importantes, les altérations peuvent porter sur l'identification même des retombées lorsqu'il s'agit d'avantages non pécuniaires et, plus

⁵⁰ D'autres auteurs (Myers et Rajan, 1998) émettent cependant l'hypothèse que la liquidité peut également être coûteuse: une importante flexibilité serait un signe de faible implication managériale pour les apporteurs de capitaux externes.

généralement, des différents effets externes concernant les différentes parties prenantes (réputation des dirigeants, capital humain des salariés en particulier en termes d'apprentissage...). La question de la représentation de l'actif est en relation directe avec celle des conflits d'intérêts car ceux-ci portent sur l'appropriation des retombées de l'investissement. La façon de représenter l'actif introduit des distorsions dans la modélisation du processus de choix des investissements. Le choix d'un investissement pourra s'expliquer en raison de sa flexibilité, des avantages non pécuniaires (apprentissage notamment) qu'il induit, ou encore de ses effets externes, éléments qui sont tous ignorés dans la représentation traditionnelle.

La voie empruntée par la finance organisationnelle, pour étudier l'investissement, consiste donc à identifier les distorsions en matière de choix d'investissement et les coûts induits (d'agence, de transaction, d'influence...) en faisant référence à la théorie néoclassique. Ces distorsions peuvent provenir de différents types d'altération de la représentation du processus d'investissement : rationalité des décideurs, prise en compte des conflits d'intérêts entre parties prenantes, de l'environnement et dimensions des actifs.

3. Les apports de la finance organisationnelle : l'architecture organisationnelle comme réponse aux distorsions du processus de décision d'investissement

Afin d'expliquer le comportement d'investissement, sous ses différents aspects, la théorie de la finance organisationnelle procède, comme nous l'avons vu, en altérant (rationalité, conflits d'intérêts, environnement, caractéristiques des actifs...) le modèle néoclassique et en en déduisant un certain nombre de prédictions qui peuvent être perçues comme autant de distorsions. Quelle que soit l'approche choisie, formalisée ou non, l'objectif reste cependant identique, expliquer le processus d'investissement en relation avec l'architecture organisationnelle et en fonction d'un objectif d'efficience dont la transcription peut être variable (bien-être pour l'ensemble des parties prenantes, valeur partenariale, valeur actionnariale...).

Avant de présenter les principaux apports des deux branches de la finance organisationnelle, il est important de souligner les traits fondamentaux qui les distinguent.

3.1. Les deux branches de la finance organisationnelle

L'opposition entre approche formalisée « normative » et approche « non formalisée » positive résulte de la distinction introduite initialement par Jensen (1983) entre théorie normative de l'agence (ou théorie principal-agent) et théorie positive de l'agence. Même si certains auteurs (y compris Jensen) ont tenté, au moins historiquement, de minimiser les différences entre ces approches et ont même prévu leur convergence à terme, en particulier parce que la démarche normative a des implications explicatives et que la démarche positive n'exclut pas systématiquement le recours à la formalisation, ces démarches apparaissent en fait très différentes sur le plan méthodologique et, semble-t-il, ont plutôt eu tendance à diverger qu'à se rapprocher sur les deux dernières décennies⁵¹.

Dans les approches formalisées, la plupart des modèles sont *ad hoc* ; ils cherchent à expliquer une anomalie particulière dans le cadre de la finance traditionnelle, par exemple, la politique de dividendes ou le niveau sous-optimal (par rapport à l'optimum de premier rang) de l'investissement. D'une certaine façon, l'objectif est d'éviter au maximum de modifier le cadre néoclassique traditionnel. En caricaturant, on s'en écarte juste de ce qu'il faut pour proposer une explication au phénomène observé, par exemple, le rationnement du capital. La démarche formalisée a initialement un caractère normatif ; on analyse l'incidence d'un certain nombre de distorsions (notamment en matière informationnelle) sur le choix optimal en prenant pour référence l'optimum de premier rang de la théorie néoclassique traditionnelle et on cherche à identifier les contrats optimaux permettant de corriger au mieux (c'est-à-dire en minimisant les pertes de bien-être par rapport à l'optimum de premier rang) ces distorsions, par exemple, le sous-investissement. La dimension positive de la démarche intervient ensuite ; elle consiste à regarder si les contrats ou arrangements organisationnels observés dans la réalité correspondent à ces formes idéales. Comme le précise à juste titre Brennan (1995, p. 13), à propos des modèles de signalisation, ces derniers échouent le plus souvent à conduire à des prédictions testables empiriquement en dehors du phénomène pour lequel ils ont été construits. Cette démarche s'explique par le souci de faire reposer la modélisation sur la formalisation. On préfère privilégier la maniabilité analytique et la précision des représentations des concepts fût-ce au détriment du réalisme des hypothèses et de la richesse explicative et prédictive du modèle. Ce qui caractérise également, cette

⁵¹ Cette conclusion nous semble peu contestable au vu de la critique implicite forte de la finance normative contenue dans le discours tenu par Jensen (1993) lors de son élection à la présidence de l'Association américaine de finance et du développement des études cliniques, publiées notamment dans le *Journal of Financial Economics*.

démarche, c'est la vision réductionniste de l'architecture organisationnelle. L'exploration des formes organisationnelles va du plus simple vers le plus compliqué. On abandonne à regret le modèle de la « boîte noire » pour représenter l'organisation.

L'approche positive⁵² emprunte des voies différentes. Non soumise aux contraintes de la formalisation, la construction théorique proposée part, le plus souvent, d'hypothèses réalistes⁵³ sans hésiter à s'écarter du modèle théorique néoclassique, même si, à l'occasion, ce dernier garde un caractère de référentiel, de *benchmark*. L'entreprise est représentée comme un ensemble complexe, un « nœud contractuel » ou plutôt un « centre contractant » auprès des parties prenantes avec lesquelles elle interagit, le plus souvent sous forme de transactions acceptées « librement⁵⁴ » par les parties. Ces parties prenantes ont une rationalité limitée, même si elle reste calculatoire, les fonctions d'utilité non formulées explicitement contiennent éventuellement des arguments non pécuniaires, les actifs peuvent être spécifiques ; il existe des coûts de transaction. La modélisation utilisée est, sauf exception, qualitative ; elle aboutit à un modèle stylisé suffisamment réaliste, constitué notamment de propositions comportementales⁵⁵ visant à proposer le maximum de prédictions sur le comportement réel des organisations, en privilégiant l'incidence de variables contextuelles.

Comme le précise Jensen (1983, p. 334) « *La littérature constituant la théorie positive de l'agence s'est généralement concentrée sur la modélisation des effets des modifications de l'environnement dans lequel on contracte et des techniques de surveillance et de dédouanement sur la forme des contrats et des organisations qui survivent. L'intensité capitalistique, le degré de spécialisation des actifs, les coûts d'information, les marchés financiers et les marchés du travail interne et externe sont autant d'exemples de facteurs de l'environnement dans lequel on contracte qui interagissent avec les coûts liés aux différentes pratiques de surveillance et de dédouanement qui déterminent les formes contractuelles* ». Il oppose ainsi la théorie positive de

⁵² On trouvera des présentations plus exhaustives de la théorie positive de l'agence dans Charreaux (1999 et 2000).

⁵³ En fait, selon nous, la méthodologie caractérisant la finance « positive » s'écarter du positivisme instrumentaliste à la Friedman pour se rattacher à une méthodologie « réaliste » où la plausibilité des hypothèses est un aspect important.

⁵⁴ L'acceptation libre signifie que la transaction se fait selon une logique calculatoire. Il ne faut pas en conclure pour autant que cette liberté n'est pas contrainte. Les décisions et les transactions sont contraintes par les limites de la rationalité et par le cadre institutionnel.

⁵⁵ Ces propositions peuvent à l'occasion être empruntées aux résultats issus de modèles relevant de la branche normative, d'où l'impression généralement retenue d'une forte imbrication entre les deux branches de la théorie de l'agence.

l'agence à la théorie principal-agent dans laquelle la modélisation fait intervenir trois facteurs principaux : (1) la structure des préférences des parties contractantes ; (2) la nature de l'incertitude et (3) la structure informationnelle de l'environnement et pour laquelle « *L'attention est généralement portée à la forme du contrat optimal entre le principal et l'agent et sur les comparaisons en termes de bien-être des solutions contractuelles d'équilibre en présence de coûts d'information relativement à ces solutions en l'absence de tels coûts* ». Dans la théorie positive de l'agence et, plus généralement, dans les approches contractuelles positives, on sacrifie la précision des hypothèses, l'identification rigoureuse des relations au profit de la capacité à expliquer les formes organisationnelles et contractuelles réelles.

Par ailleurs, la vision de l'organisation qui sous-tend cette démarche s'écarte définitivement du modèle de la « boîte noire ». Contrairement à la démarche normative qui cherche à complexifier un modèle simple, la démarche positive vise plutôt à proposer un modèle stylisé d'une réalité organisationnelle complexe. L'organisation est censée être un système cohérent⁵⁶, un « agencement global interindividuel » évoluant dans un environnement ; on cherche à comprendre la cohérence entre les différentes composantes de l'architecture organisationnelle (allocation des droits décisionnels, *design* des systèmes d'incitation et de contrôle). Dans cette perspective, les décisions financières (tant d'investissement que de financement) sont censées être prises de façon à établir un équilibre adaptatif : en ce sens, la valeur créée est un indice d'adaptation. Les mécanismes organisationnels qui sous-tendent le processus d'investissement (et le financement) sont supposés avoir été mis en place pour favoriser la création de valeur et faciliter l'adaptation.

Cette approche part des formes organisationnelles réelles et procède de façon hypothético-déductive, en proposant un scénario plausible permettant d'expliquer la réalité et d'établir des prédictions non triviales. À partir d'une approche comparative et stylisée⁵⁷, par exemple, en décrivant le

⁵⁶ L'interprétation réductrice du « centre contractant », qui consiste à réduire la firme à des relations marchandes est en fait étrangère tant à la conception de la firme dans la théorie des droits de propriété que dans la théorie positive de l'agence où la firme en fait est un lieu d'utilisation (et de production) de connaissance. Pour une relecture de ces théories, lire Charreaux (1999 et 2000).

⁵⁷ On trouvera des exemples de cette démarche dans Brickley et *al.* (1997a et b). Par exemple, les auteurs vont expliquer le succès ou l'échec de certaines modes managériales (gestion de la qualité totale, *reengineering*... qui constituent des investissements particuliers) en identifiant précisément leurs conséquences (en termes d'avantages et d'inconvénients) sur l'équilibre de l'architecture organisationnelle et en montrant que les échecs résultent d'un mauvais alignement entre la réallocation des droits décisionnels et le système de contrôle (incitation et mesure de la performance). En France, on peut trouver une application de cette démarche à la gestion de la qualité totale dans Fahmi (1999) ou à la structure de financement dans Moussu (2000).

processus d'investissement au sein d'organisations différentes, on cherchera à identifier les raisons qui font que certaines architectures organisationnelles sont apparues et ont subsisté en parvenant à réduire de façon compétitive les coûts d'agence ou de transaction ou, plus globalement, à valoriser suffisamment les droits de propriété pour maintenir la coalition organisationnelle. Autrement dit, on s'interroge sur le caractère adapté de l'architecture organisationnelle. Relativement au problème de l'investissement, il s'agit de proposer un schéma de causalité permettant d'expliquer pourquoi et comment une forme organisationnelle particulière permet de créer davantage de valeur comparativement aux formes concurrentes ou aux formes auxquelles elle s'est substituée. Contrairement à l'approche formalisée normative, qui reste fondamentalement réductionniste et mécaniste, l'approche positive, d'inspiration évolutionniste (dans un sens restrictif), même si elle ne va pas toujours jusqu'au bout de cette logique, en prenant en compte la complexité est holiste⁵⁸ (également au sens restrictif) et organique. Les processus observés sont le fruit de l'évolution. Les variations des formes organisationnelles, sur lesquelles s'exerce la sélection, constituent des réponses adaptatives à des modifications de l'environnement (actions des concurrents, évolution du cadre institutionnel, modification des technologies contractuelles et organisationnelles...).

Les deux approches proposent cependant une explication commune de l'investissement fondée sur le principe d'efficacité. Dans l'approche «normative», on part de la situation optimale qu'on modifie à petites touches de façon à cerner précisément l'incidence des altérations et à expliquer un aspect particulier du processus d'investissement, assimilé à un biais, par exemple les phénomènes de sur ou de sous-investissement ou de court-termisme. Les coûts d'agence sont «mesurés» de façon analytique en termes d'écart par rapport à l'optimum de premier rang, par exemple, sous forme de perte de valeur actionnariale ; on cherche à analyser sous forme mathématique l'incidence de la distorsion de façon à apporter une réponse non ambiguë au phénomène à expliquer. Toutefois ce type

⁵⁸ Le holisme dans ce cas ne s'oppose pas à l'individualisme méthodologique, qui reste central dans la théorie positive de l'agence. Cette notion est à retenir ici dans son sens systémique. L'organisation, en tant que système complexe, ne se résume pas à la somme de ses composantes individuelles. Autrement dit, si on veut comprendre le fonctionnement organisationnel, on doit certes prendre en compte le comportement des acteurs individuels (le niveau micro) mais on doit également tenir compte de l'influence du niveau macro (le système, c'est-à-dire l'organisation) sur les individus. L'individualisme méthodologique retenu ici n'est pas l'atomisme de la théorie économique néoclassique, mais un individualisme institutionnel du type de celui qui a été introduit initialement par Max Weber et plus anciennement par les économistes classiques. Cette démarche est particulièrement bien illustrée dans les travaux de sociologie de Coleman (1990). Elle sous-tend également, à notre avis, l'approche de la théorie positive de l'agence.

d'investigation conduit rarement à une confrontation à la réalité. Si le modèle proposé propose une réponse possible au phénomène général du sous-investissement dans un cadre d'hypothèses souvent très restrictif, il se révèle incapable de montrer qu'une firme particulière, réelle, sous-investit.

Inversement, dans les approches positives, les architectures organisationnelles réelles sont jugées relativement à leur capacité à permettre aux organisations d'être les plus efficaces comparativement, en supposant que la concurrence interorganisationnelle, par un processus de sélection naturelle, tend à éliminer les formes dominées. Dans ce schéma, l'efficacité ne s'apprécie plus par rapport à l'optimum de premier rang, qui ne joue, au mieux, qu'un rôle de référence théorique virtuelle mais par comparaison aux formes organisationnelles existantes. Cependant, celles-ci ne sont que des solutions provisoires appartenant à l'ensemble des formes organisationnelles potentielles qui est en perpétuelle évolution. Les systèmes observés sont censés avoir été «sélectionnés» de façon à assurer une cohérence et une valorisation suffisantes des droits de propriété détenus par les différentes parties prenantes, de façon à permettre l'adaptation et la survie de l'organisation, comparativement aux organisations concurrentes. En aucun cas, il ne s'agit de systèmes optimaux au sens de l'optimum de premier degré. On peut seulement dire selon le principe de sélection «naturelle» invoqué, que les systèmes sélectionnés se rapprochent de l'optimum de second degré (contraint), sachant cependant qu'il y a une production continue de nouvelles variétés organisationnelles en raison de l'innovation et de la recherche de création de valeur et que cet optimum est lui-même évolutif. L'analyse se situe au niveau systémique et même si ces aspects restent parfois peu explicites, les contraintes liées au cadre institutionnel et aux limitations cognitives des acteurs constituent des dimensions implicitement déterminantes pour expliquer l'évolution des choix d'investissement et des mécanismes organisationnels.

Il ne s'agit donc pas d'identifier la forme optimale, mais d'y faire référence pour expliciter les facteurs qui justifient qu'une forme organisationnelle permet de sélectionner plus efficacement les investissements, ou plutôt de mieux construire ses opportunités d'investissement, au moins provisoirement.

Par ailleurs, dans cette démarche, l'incidence d'une distorsion sur les coûts (d'agence, de transaction...) s'apprécie de façon «qualitative» en recourant à un raisonnement déductif non formalisé. Par exemple, on dira qu'un accroissement de l'incertitude environnementale augmente le risque d'opportunisme des dirigeants et les coûts de contrôle pour les actionnaires et qu'en conséquence, on

devrait constater une modification de l'architecture organisationnelle, permettant d'assurer un contrôle plus efficace des investissements dans ce type d'environnement. Cependant, on ne s'interrogera pas sur la forme précise, analytique, de la liaison entre l'incertitude et l'accroissement des coûts. On cherchera soit à tester statistiquement ce schéma explicatif à partir de variables de substitution⁵⁹ (« *proxy variables* ») permettant d'estimer les coûts d'agence ou de transaction, imparfaitement observables et mesurables (par exemple, en relation avec la spécificité des actifs), soit à en apprécier la validité sur des études de cas⁶⁰. Dans le premier cas, on tentera de vérifier qu'il existe une corrélation significative entre une variable représentative de l'incertitude, par exemple l'écart-type du taux de croissance du chiffre d'affaires, et l'accroissement de la fréquence des réunions du conseil d'administration ou la révision des procédures d'investissement. Dans le second cas, l'investigation de nature qualitative sera plus approfondie et consistera à étudier sur un ensemble de cas réels, si ce renforcement des contrôles a bien eu lieu et sous quelle forme. L'analyse qualitative pourra permettre d'étudier comment les administrateurs perçoivent cet accroissement de l'incertitude et quelles sont les différentes formes de renforcement du contrôle des investissements⁶¹.

La variable coût dans ce schéma de causalité ne joue, le plus souvent, qu'un rôle intermédiaire. Comme les coûts d'agence ou de transaction sont principalement des coûts d'opportunité, ils sont inobservables ou, au mieux, imparfaitement mesurables, *via* des variables de substitution, plus ou moins pauvres. Ce caractère d'inobservabilité ou de non-mesurabilité de concepts centraux se retrouve dans de nombreux autres domaines scientifiques. Contrairement à ce qui est parfois prétendu, il n'enlève pas tout intérêt aux théories positives contractuelles⁶². Ce qui importe c'est d'apprécier le bien-fondé de l'hypothèse selon laquelle, par exemple, le conseil d'administration joue un rôle dans le contrôle des investissements, ce rôle se renforçant lorsque l'incertitude environnementale s'accroît. Si l'hypothèse est corroborée, elle contribue à une meilleure connaissance du processus d'investissement et du rôle du

⁵⁹ Un exemple d'une telle démarche appliquée à l'investissement peut-être trouvé dans Duprat (1998). Ce dernier analyse les procédures de contrôle de l'investissement sur un échantillon de grandes firmes industrielles françaises. Il analyse en particulier les liens existants entre l'autonomie des responsables d'unités (filiales à 100 % ou divisions), les caractéristiques de ces derniers et celles des unités et de la firme dans son ensemble.

⁶⁰ On trouvera de nombreuses études de cas, illustrant cette méthode, régulièrement publiées dans le *Journal of Financial Economics*. Dans une perspective proche sur le plan méthodologique, on consultera Wirtz (2000).

⁶¹ Il s'agira, par exemple, d'étudier, lors d'une crise, comment évoluent le comportement (fréquence des réunions, information demandée...) du conseil d'administration et le système de contrôle (nature du *reporting*, fréquence...).

conseil d'administration, ce qui ne signifie pas pour autant que cette connaissance soit complète, qu'il n'y ait pas d'autres mécanismes de contrôle qui interagissent ou encore que le conseil d'administration n'accomplisse pas d'autres fonctions que celles de contrôle du dirigeant.

3.2. Les apports de la branche normative : des réponses fragmentaires

Dans les modèles formalisés de la finance organisationnelle, la complexité de la formalisation et le caractère normatif des modèles conduisent à une vision parcellaire, *ad hoc*, des problèmes posés. Il n'y a pas, à l'exception de certains développements récents, de vision globale de l'architecture organisationnelle en tant que système englobant le processus d'investissement. Chaque mécanisme ou particularité du processus décisionnel est expliqué de façon isolée. Ainsi, à partir d'un modèle particulier, on cherche à expliquer le rationnement du capital ou la gestion centralisée des investissements.

Une illustration de cette approche se trouve dans la synthèse de Thakor (1993) dans laquelle cet auteur présente successivement quatre catégories (définies de façon arbitraire) de modes organisationnels de résolution des distorsions, c'est-à-dire de réduction des écarts par rapport à l'optimum de premier rang. Ces catégories sont les suivantes : l'organisation du processus de budgétisation des investissements, l'organisation du projet, le financement du projet et les systèmes incitatifs des dirigeants. Elles regroupent chacune les résultats de modèles particuliers dont les hypothèses, la construction et les mécanismes explicatifs peuvent, à l'occasion, être contradictoires ou incompatibles. Ainsi, relativement à l'organisation des projets, trois explications possibles du rationnement du capital et de la centralisation, associées à trois modèles particuliers, sont présentées. Dans le modèle proposé par Holstrom et Ricart i Costa (1986), le rationnement apparaît comme une réponse au risque de comportement de surinvestissement des managers de filiales qui résulterait de la forme des contrats de rémunération et de l'hypothèse selon laquelle les managers chercheraient à accumuler du capital réputationnel. Deux autres explications associées à d'autres modèles font intervenir la possibilité de divergences d'intérêts entre la firme et le manager qui serait à même de s'approprier des bénéfices « privés » en termes de capital humain ou encore l'utilité qui serait directement tirée du

⁶² Lire Godfrey et Hill (1995) pour une discussion méthodologique des théories de la stratégie faisant intervenir des variables inobservables.

contrôle d'un ensemble important d'actifs, ce qui correspond à l'hypothèse traditionnelle de la construction d'empire.

Le modèle proposé par Harris et Raviv (1996) représente un exemple particulièrement riche, illustrant parfaitement la démarche suivie pour justifier les caractéristiques du processus de budgétisation des investissements. Ce modèle (déjà évoqué précédemment à la section 2.2.4.) présente le processus comme réponse optimale à un problème traditionnel d'incitation des managers et de révélation d'information dans un jeu à deux acteurs opposant les dirigeants de la firme aux managers des divisions. Les propositions dérivées du modèle sont réinterprétées de façon à justifier les pratiques observées en termes de budgétisation d'investissement. Quatre variables exogènes figurent dans ce modèle : les coûts de l'audit, l'échelle des opportunités d'investissement, la probabilité *a priori* que la productivité du capital soit faible et l'importance des accroissements d'autorisation de dépenses émanant des divisions. Elles sont accompagnées de cinq variables endogènes : la rigidité du système de budgétisation, la limite budgétaire initiale, la probabilité d'acceptation de la demande de la division, l'importance des compromis acceptés et le salaire du manager de division. En recourant à la statique comparative, les auteurs s'appuient sur ces différentes variables pour construire un ensemble de prédictions concernant la politique d'investissement des divisions.

Thakor (1993) présente également de façon sommaire les modèles visant à expliquer la variété des formes organisationnelles permettant de mettre en œuvre les projets (internalisation ou externalisation sous forme d'une entité juridique indépendante), la structure et la nature des financements des projets (structure des financements, utilisation d'hybrides, de montages particuliers...) ou encore les systèmes d'incitation des dirigeants des firmes ou des managers de divisions. Sans nier l'intérêt de ces modèles, qui permettent de cerner de façon précise l'effet de certains mécanismes, le fait qu'on puisse quasiment tout expliquer en proposant la modélisation appropriée (notamment en adoptant les hypothèses *ad hoc*, quel que soit leur irréalisme) laisse cependant perplexe quant à la pertinence et à l'apport de telles approches pour comprendre le comportement réel des organisations en matière d'investissement.

En particulier, ce type d'approche laisse interrogatif sur la forme du schéma de causalité invoqué. Par exemple, si on étudie le rationnement du capital et la centralisation comme moyens de résoudre les conflits d'intérêt entre dirigeants de la firme et les managers de division, on exclut *a priori* que la décentralisation existante puisse elle-même être motivée par un souci d'efficacité, par exemple,

d'utilisation optimale de l'information spécifique détenue par les managers de division. On se trouve d'emblée confronté à un problème difficilement soluble dans la mesure où tout mécanisme organisationnel est imbriqué dans un ensemble complexe et produit à son tour ses propres distorsions.

Ce dernier aspect est bien illustré dans une recherche récente qui cherche à expliquer le caractère inefficace de la diversification. Scharfstein et Stein (1997) proposent un modèle de firme à trois niveaux d'acteurs : les investisseurs externes, le quartier général de la firme et les managers de division. Deux catégories d'actifs sont distinguées : les actifs en place et les nouvelles opportunités d'investissement. Tant les managers de division que les dirigeants du QG obtiennent des bénéfices privés des actifs qu'ils contrôlent mais, alors qu'un manager ne peut tirer des bénéfices que des seuls actifs situés sous son contrôle, le dirigeant du QG est à même d'en extraire de l'ensemble des actifs des divisions. Le rôle du QG est double. D'une part, il a l'autorité pour allouer les nouveaux investissements entre divisions. D'autre part, il tente d'inciter les managers, soit au moyen de compensations monétaires, soit d'allocations supplémentaires en capital, à privilégier les activités productives plutôt que les activités de recherche de rentes, improductives. Cette fonction incitative ne peut être accomplie par les investisseurs externes mais doit être déléguée au QG. Le système d'incitation et de contrôle ainsi mis en place qui pourtant cherche à accroître l'efficacité, entraîne lui-même un effet pervers contre efficacité puisqu'il induit un gaspillage de capital. Le modèle conduit, en effet, à prédire que le dirigeant du QG, compte tenu du contrat qui l'unit aux investisseurs externes, a intérêt à distordre les allocations de capital. L'allocation globale et la diversification qui en résultent sont donc inefficaces, relativement à l'optimum de premier rang.

En raison de leur caractère *ad hoc*, souligné à plusieurs reprises, l'intérêt de ces modèles ne peut être que limité. De fait, si on admet que l'efficacité de l'organisation, quel que soit le critère utilisé pour l'évaluer, résulte d'une imbrication de mécanismes organisationnels qui ont évolué progressivement et qui semblent constituer un système tendant vers la cohérence, les démarches qui étudient les mécanismes de façon isolée semblent des voies sans issue. Ainsi, il semble difficile de parvenir à une explication satisfaisante (c'est-à-dire corroborée par les faits et plausible) des processus d'investissement sans étudier conjointement l'ensemble de l'architecture organisationnelle, conçue comme un système complet au sein duquel, il y a interdépendance entre les systèmes d'allocation des droits de décision, les systèmes

de contrôle et les systèmes incitatifs et où les décisions d'investissement et de financement (au sens large en incluant l'apport de capital humain) sont fortement imbriquées.

Si on retient un tel contexte, les approches formalisées deviennent rapidement très complexes comme le montrent les modélisations tendant à rendre compte des complémentarités au sein de l'architecture organisationnelle, à l'instar de ce que proposent Stole et Zwiebel (1996) ou Milgrom et Roberts (1995). Par exemple, Stole et Zwiebel partent d'une représentation de la firme comme un jeu de négociation, dynamique et non coopératif, entre la firme et les salariés (considérés successivement comme un groupe homogène puis hétérogène). La firme, dotée d'une fonction de production, loue le travail et les autres facteurs de production. Le modèle permet d'analyser les conséquences de la négociation salariale sur un ensemble de dimensions organisationnelles. Au-delà des prédictions évidentes concernant le niveau de main-d'œuvre et le choix de la technologie, ce modèle permet également d'établir nombre de conclusions portant sur la formation, l'apprentissage organisationnel, le capital humain spécifique à la firme, la préférence pour la syndicalisation, les effets de la concurrence sur l'efficacité de la main d'œuvre, les économies de champ, le gaspillage dans l'allocation de capital entre divisions, la structure hiérarchique et l'allocation du capital entre projets concurrents. La perspective retenue constitue une tentative d'endogénéisation de la firme, proche de la conception *new* de contrats. La vision de la firme est celle d'une compétition politique évolutive entre différentes composantes, qui bénéficient de la production jointe mais qui s'opposent sur la répartition du surplus.

L'approche de Milgrom et Roberts (1995) se veut encore plus ambitieuse puisqu'elle conduit à vouloir analyser de façon formalisée les organisations comme des systèmes complexes, pour lesquels les propriétés de l'ensemble ne se réduisent pas à celles des composantes. Ils souhaitent en particulier donner un contenu précis analytiquement aux notions d'adaptation (« *fit* ») et de synergies entre les éléments organisationnels constitutifs de la stratégie et de la structure. Leur analyse s'appuie sur les notions centrales de complémentarité et de supermodularité, cette dernière étant empruntée aux théories de l'optimisation et des jeux. La notion de complémentarité a été introduite par Edgeworth. Relativement à celle d'activité, elle s'énonce de la façon suivante : deux activités sont complémentaires si lorsqu'on accroît l'importance de l'une d'elles, la rentabilité d'un accroissement simultané de l'autre activité augmente. La notion de supermodularité permet de rendre compte de la notion de synergie ; l'ensemble

est plus que la somme des parties⁶³. Autrement dit, pour un ensemble d'activités, si on accroît les gains de chaque activité, le résultat de l'ensemble est supérieur à la somme des gains individuels. Selon Milgrom et Roberts, ces notions permettent de construire un modèle beaucoup plus réaliste de la firme et de traiter les problèmes d'adaptation aux variations de l'environnement. Ainsi, à partir d'un modèle relativement complexe de la formation du profit, incluant une douzaine de variables, ils montrent comment une baisse des coûts des équipements de production flexible ou des équipements de conception assistée par ordinateur peut entraîner simultanément un accroissement de la production, des innovations de produits et des améliorations des processus plus fréquentes, des niveaux plus élevés de formation, un effort d'investissement accru dans des procédures de conception de produits plus efficaces et dans des équipements de production plus flexibles, une plus grande autonomie des ouvriers et une meilleure utilisation de l'information locale, un renforcement de l'apprentissage croisé, du recours aux équipes, des systèmes de rémunérations favorisant l'acquisition de compétences, un accroissement des efforts en vue d'identifier les employés les plus aptes à terme et de la communication horizontale. Enfin, ils proposent, à partir de cette démarche, une analyse de la société Lincoln Electric réputée pour sa productivité et sa rentabilité. Si l'analyse proposée par Milgrom et Roberts reste principalement axée sur les complémentarités au sein des systèmes de production, et donc sur une approche technique de l'investissement, il est vraisemblable qu'elle peut conduire également à une réinterprétation de la décision d'investissement tenant compte des interrelations avec les décisions de financement, de l'imbrication des intérêts entre les différentes parties prenantes, ainsi que des effets de complémentarité entre les différents mécanismes de gouvernance.

3.3. Les apports de la théorie positive : une approche globale plus complexe

Malgré les développements potentiels de l'approche formalisée selon une perspective plus globale, la complexité des modélisations formelles à mettre en œuvre pour appréhender les phénomènes réels, laisse à penser que ce type de modélisation ne puisse constituer au mieux qu'une grille de lecture –

⁶³ Cette propriété permet également de caractériser la notion de système complexe ; un système est complexe si étant donné les propriétés des parties et les lois qui gouvernent leurs interactions, on ne peut en inférer facilement celles de l'ensemble.

à l'instar de ce que proposent Milgrom et Roberts pour étudier la société Lincoln – permettant d'analyser de façon plus rigoureuse les décisions d'investissement.

Dans l'approche alternative, positive, tout au moins tel qu'on peut le conclure à partir de ses développements les plus récents, l'angle d'attaque est différent. Dès les premiers travaux, on dispose d'une grille de lecture globale, fondée sur une théorisation *a priori* de la firme en tant que nœud de contrats. L'approche des différentes décisions financières se fait à l'intérieur de la théorie de l'architecture organisationnelle telle qu'elle résulte des travaux des principaux fondateurs de la théorie positive de l'agence, en particulier Fama, Jensen et Meckling. Dans cette perspective, qu'on peut qualifier de systémique⁶⁴, l'organisation repose sur trois sous-systèmes piliers qui doivent être en cohérence pour parvenir à un niveau de performance suffisant.

Avant de préciser comment la théorie de l'architecture organisationnelle peut contribuer à expliquer la politique d'investissement sous ses différentes dimensions, rappelons en brièvement les principaux traits constitutifs.

3.3.1. Les principales composantes de la théorie de l'architecture organisationnelle

La théorie de l'architecture organisationnelle est un prolongement de la théorie positive de l'agence introduite par Jensen et Meckling (1976). Ces derniers, dès l'origine, soulignaient la vocation générale de cette théorie, censée s'appliquer à toutes les formes de coopération et donc à toutes les organisations. Ils citaient notamment les firmes, les universités, les sociétés mutuelles, les coopératives, les autorités gouvernementales, les bureaucraties publiques, les syndicats... Ultérieurement, Fama et Jensen (1983a et b) ont tenté d'identifier les propriétés qui permettent aux organisations de survivre. Leur analyse porte sur l'ensemble du spectre des organisations, y compris les organisations à but non lucratif telles que l'Église catholique.

Bien que la théorie de l'architecture organisationnelle soit depuis longtemps en gestation, puisque dès 1983, Jensen faisait déjà référence à la taxinomie centrale de cette théorie, et qu'un certain nombre d'arguments relatifs au rôle fondamental tenu par les notions de connaissance spécifique et de complexité organisationnelle (appréhendée par rapport à la dispersion de la connaissance spécifique) sont déjà présents dans Fama et Jensen (1983a, p. 308), la présentation la plus achevée de la théorie a

été faite par Jensen et Meckling (1992). S'inspirant directement de Hayek (1945), ces derniers supposent implicitement que la clé de la performance, tant d'un système économique que d'une organisation particulière, réside dans leurs capacités respectives à acquérir, à produire et à utiliser la connaissance «pertinente» – qui a de la valeur – pour les décisions. L'efficacité organisationnelle dépend fondamentalement de la capacité de ses membres à utiliser cette connaissance pertinente. C'est, notamment, celle-ci qui détermine l'ensemble des opportunités. En raison de la rationalité limitée, et notamment des capacités cognitives contraintes, ainsi que de l'état de la technologie, il existe, d'une part, des capacités diverses à produire et à utiliser de la connaissance et, d'autre part, des coûts pour acquérir et utiliser cette connaissance. La solution au problème organisationnel consiste à trouver les moyens les moins coûteux pour mettre la connaissance pertinente à la disposition des décideurs. Comme le précisent Jensen et Meckling, cette mise à disposition, consistant à co-localiser les droits décisionnels et la connaissance spécifique, peut se faire de deux façons : (1) soit par le transfert de la connaissance à ceux qui détiennent les droits décisionnels ; (2) soit en transférant les droits décisionnels à ceux qui détiennent la connaissance. Le choix final dépend des coûts de transfert respectifs de la connaissance et des droits décisionnels.

Les droits décisionnels font référence au droit de décider de l'utilisation des actifs, des ressources. Il s'agit, en fait, de droits de propriété, que Jensen et Meckling démembreront en deux composantes : le droit décisionnel (le droit d'utiliser les actifs de la firme) et le droit d'aliéner ce droit décisionnel et de s'approprier le produit de la cession (aliénabilité du droit). L'aliénabilité est à la base de l'existence du système de marché qui s'interprète comme un système de droits aliénables. Sur un marché (proche de l'efficacité), la co-localisation de la connaissance et de la décision se fait par la voie d'une transaction dirigée par les prix, par l'aliénation du droit décisionnel associé à un échange volontaire. Les droits décisionnels sont acquis par ceux qui leur attribuent le plus de valeur, c'est-à-dire les agents qui sont à même de les utiliser au mieux, en raison de la connaissance spécifique qu'ils détiennent. En l'absence d'effets externes à l'échange, la co-localisation par le marché est efficace ; nul n'a besoin d'introduire un mécanisme de contrôle. L'aliénabilité résout par elle-même le problème du contrôle *via* le prix, censé être égal, sur un marché efficace, à la valeur actualisée des flux qui seront produits par les

⁶⁴ Ce qui ne signifie pas dans notre esprit qu'il faille rattacher ce courant à la théorie des systèmes, bien entendu.

actifs cédés ; ce prix représente simultanément pour les décideurs, une mesure de performance et un système incitatif. Inversement, l'absence d'aliénabilité fait resurgir le problème du contrôle.

Pour les transactions intra-firme, le transfert des droits décisionnels ne s'accompagne pas de celui de l'aliénabilité ce qui entraîne deux conséquences : (1) la co-localisation efficace ne se fait plus de façon automatique et décentralisée ; (2) il n'existe plus de systèmes automatiques de mesure de performance et d'incitation conduisant les agents à utiliser leurs droits décisionnels dans l'intérêt de l'organisation. Il faut donc recourir à l'autorité hiérarchique du dirigeant pour résoudre ce problème ainsi qu'à différents mécanismes organisationnels. Dans cette logique, l'organisation ne peut s'expliquer dans une perspective d'efficience que si les handicaps liés à l'absence de l'aliénabilité sont compensés par un certain nombre d'avantages comparatifs. Jensen et Meckling citent, notamment, les économies d'échelle et de champ, les réductions de coûts de transaction qui ne peuvent être obtenues par des agents indépendants, mais également l'argument avancé par Demsetz (1988), selon lequel, les firmes permettent « d'économiser la connaissance », en raison notamment du caractère long-termiste de la relation d'emploi.

Jensen et Meckling proposent alors une théorie de l'allocation des droits décisionnels à l'intérieur des organisations. Comme l'allocation ne s'y fait pas par l'échange volontaire des droits entre acteurs, elle intervient *via* la politique organisationnelle. Les droits sont répartis par les dirigeants et leur respect est garanti par les systèmes incitatifs qu'ils mettent en place, compte tenu de l'environnement institutionnel. La répartition des droits décisionnels se fait de façon à maximiser la valeur agrégée des droits, c'est-à-dire, selon le principe d'efficience (et le mécanisme de sélection associé), la probabilité de survie de l'organisation. Il faut arbitrer entre les coûts liés à une mauvaise utilisation de la connaissance spécifique (décentralisation insuffisante des décisions) et ceux, associés aux conflits d'intérêts (dus à la décentralisation).

Ce raisonnement permet de jeter les bases d'une théorie de l'architecture organisationnelle articulée autour de deux dimensions qui fondent une « taxinomie » centrale :

- L'allocation des droits décisionnels à l'intérieur de l'organisation ; cette allocation peut entraîner une partition des droits décisionnels entre les « droits liés à la gestion de la décision » (*decision management rights*), qui comprennent les droits d'initier et de mettre en œuvre l'allocation des ressources et ceux, liés au « contrôle de la décision » (*decision control rights*) qui concernent la

ratification et la surveillance des décisions. Cette répartition des droits correspond au processus de décision (dont les décisions d'investissement) dans les organisations tel qu'il est représenté par Fama et Jensen (1983, p. 303) :

- l'initiative consiste en l'émission de propositions concernant l'utilisation des ressources et la structuration des contrats ;
- la ratification porte sur le choix des propositions à mettre en œuvre ;
- la mise en œuvre correspond à l'exécution des décisions ratifiées ;
- la surveillance se traduit par la mesure des performances des acteurs et les décisions de récompense et de sanction.

Les fonctions d'initiative et de mise en œuvre, le plus souvent confiées à la même catégorie d'acteurs, sont regroupées pour former la « fonction de gestion de la décision » (*decision management*). Les fonctions de ratification et de surveillance sont associées pour définir la « fonction de contrôle » (*decision control*).

- La conception du système de contrôle, en distinguant :

- le système d'évaluation et de mesure de la performance ;
- le système d'incitation qui permet de spécifier la relation entre la mesure de la performance et ses conséquences en termes de sanctions et de récompenses.

C'est la cohérence et la complémentarité entre ces deux dimensions (ou ces trois sous-systèmes) qui déterminent le niveau d'efficacité organisationnelle. Selon la formulation de Brickley et al. (1997a, p. 26), « ...une architecture organisationnelle efficace est une architecture qui non seulement alloue l'autorité décisionnelle aux individus qui détiennent l'information pertinente, mais qui garantit que les décideurs sont soumis au système incitatif approprié pour prendre les décisions qui créent de la valeur ». Jensen et Meckling s'appuient sur cette théorie pour expliquer le rôle et le fonctionnement d'un certain nombre de mécanismes organisationnels concernant tant l'allocation des droits décisionnels (définition des postes, budgétisation, régulation autoritaire...) que les systèmes de contrôle (centres de coûts et de profits, budgets, rémunérations individuelles ou collectives)⁶⁵.

⁶⁵ Les principaux articles fondateurs de ce courant sont présentés de façon groupée dans Jensen (1998) et l'approche est développée dans Brickley et al. (1997a), ainsi que dans le cours dispensé à la Harvard Business School par Jensen, dont on peut trouver le descriptif dans McCraw et Cruikshank (1998).

3.3.2. Théorie de l'architecture organisationnelle et analyse du processus d'investissement

Selon ce schéma, l'étude du processus d'investissement est indissociable de celle de l'étude de l'architecture organisationnelle et des processus de création et de répartition de la valeur. Contrairement à l'approche normative, le cadre proposé ne considère donc pas de façon individuelle les altérations et leurs conséquences en matière de distorsion⁶⁶ des choix d'investissement. Il s'agit au contraire d'avoir une vision systémique des décisions d'investissement en liaison avec l'architecture organisationnelle. L'architecture produit les décisions d'investissement et évolue selon un mécanisme de *feed-back* – les choix d'activité résultant des investissements influant à leur tour l'architecture – de façon à sécréter suffisamment de valeur relativement aux organisations concurrentes, ce qui permet en maintenant la cohérence organisationnelle entre les différentes parties prenantes d'assurer la pérennité de l'organisation. Les évolutions de l'architecture organisationnelle se font de façon contrainte en fonction notamment du sentier de développement suivi par l'organisation et des complémentarités entre les composantes du système organisationnel ; les formes organisationnelles ne sont pas quelconques (il y a une dépendance de sentier) et toutes les formes ne sont pas viables.

Paradoxalement, alors que l'étude de la création et de la destruction de valeur au moyen de la théorie positive de l'agence et de la théorie de l'architecture organisationnelle a suscité des recherches relativement nombreuses⁶⁷, publiées notamment dans le *Journal of Financial Economics*, le processus d'investissement, composante pourtant centrale de la création de valeur, a peu retenu l'attention. Dans les études évoquées, qui ont pour la plupart un caractère clinique, si les schémas de causalité proposés mettent clairement en évidence les relations entre les systèmes d'incitation et de contrôle et la nature de la politique d'investissement (diversification, retraits...), en revanche, les relations avec le processus même de décision (initiation, ratification, mise en œuvre, contrôle), à l'origine de cette politique, sont

⁶⁶ Remarquons que dans la mesure où la vision de l'économie du Nirvana représentée par le modèle néoclassique est écartée dans les approches positives, le terme de distorsion peut être considéré comme abusif, car l'idéal absolu qui résulterait de la nullité des coûts d'agence et de transaction n'est qu'une forme virtuelle inatteignable qui n'a d'intérêt qu'en tant que *benchmark* pour comparer les architectures organisationnelles réelles. Si la comparaison porte sur des formes organisationnelles réelles, la notion de distorsion perd sa signification, car aucune, même la plus performante, ne peut prétendre au statut de référence.

⁶⁷ Voir notamment Baker et Wruck (1989), Donaldson (1990), Baker (1992), Denis (1994), Wruck (1994), Wruck et Jensen (1994), Dial et Murphy (1995), Lys et Vincent (1995), Brickley et *al.* 1997 a et b, Denis et Denis (1997), Parrino (1997), Kaplan et *al.* (1997).

rarement analysées de façon approfondie (Baker, 1990 ; Wruck, 1994 ; Kaplan et *al.*, 1997). Dans une certaine mesure, le maillon qui joue vraisemblablement le rôle le plus important pour comprendre la politique d'investissement est celui qui semble avoir retenu le moins l'attention.

Il convient alors de s'interroger sur les modalités de mise en œuvre d'une démarche permettant de mieux expliquer les processus d'investissement au moyen de la théorie de l'architecture organisationnelle. Les deux voies principales semblent être les suivantes.

Une première voie consiste à pratiquer des études longitudinales, en étudiant comment le processus d'investissement a évolué au sein d'une même organisation, en relation avec les choix d'investissement effectués. Selon la grille de lecture invoquée, les adaptations de l'architecture organisationnelle déterminant les choix d'investissement doivent s'interpréter comme des réponses aux évolutions de l'environnement telles qu'elles sont perçues par les différents acteurs, notamment les dirigeants. Les réponses résultent des schémas mentaux, des conflits d'intérêt, etc. Elles correspondent à des compromis considérés comme « optimaux » en fonction des différentes contraintes. Dans cette conception, rappelons que la notion d'optimalité n'est qu'une figure de style ; il s'agit d'un « équilibre » organisationnel provisoire, contraint, qui ne résulte pas exclusivement du dessein d'un concepteur unique. Si l'architecture organisationnelle est en partie conçue, par exemple, de façon à assurer, selon le niveau de compréhension et l'objectif des dirigeants, une cohérence permettant d'aboutir à des choix d'investissement présumés pertinents, son articulation finale est également aléatoire, compte tenu des interactions entre mécanismes et des stratégies des différents agents.

En raison de l'incertitude, des contraintes cognitives et des distorsions induites par les conflits d'intérêts, les réponses ne sont jamais parfaitement adaptées. La cohérence entre les différents sous-systèmes n'est jamais garantie, même s'il est vraisemblable qu'en dehors de modifications brutales de l'environnement, les architectures conçues avec un souci de cohérence aient une chance de survie supérieure. Selon le principe de sélection qui sous-tend ce type de démarche, l'adaptation ne peut que se constater, ce qui n'exclut pas, bien entendu, qu'on puisse découvrir un certain nombre de régularités, par exemple, un lien entre la performance pour les actionnaires et certaines procédures de choix d'investissement. Cependant, sur le long terme, tant en raison des phénomènes d'imitation que des variations de l'environnement, ce lien est vraisemblablement conduit à s'estomper, sinon à disparaître. Contrairement à ce qui se passe en biologie, les organisations peuvent décider au moins en partie de

leurs mutations ; elles peuvent adapter volontairement leur architecture en fonction de leur expérience et de leurs anticipations. Une autre différence avec le domaine biologique concerne l'origine des modifications de l'environnement. Si ce dernier évolue rarement en réponse aux actions conscientes ou inconscientes des espèces, il en va différemment pour les organisations dont les actions façonnent en grande partie l'environnement au sein duquel elles évoluent, même si le résultat final, en raison des effets de composition, est largement indéterminé. Selon ce raisonnement, une modification organisationnelle décidée par une organisation, destinée à renforcer la cohérence et l'adaptation, peut provoquer des réactions des concurrents (par exemple une imitation) et des variations de l'environnement telles que, finalement, le résultat soit contraire à l'objectif visé. Ainsi, un aménagement du processus d'investissement consistant à décentraliser la décision, même s'il semblait cohérent lors de sa mise en œuvre, peut très bien provoquer une détérioration de la performance si en raison des réponses des concurrents et des variations induites de l'environnement, il s'avère finalement que l'ancien système centralisé était mieux adapté au nouvel environnement. On peut supposer cependant que ces processus prennent du temps pour s'accomplir, ce qui expliquerait par exemple, que des mouvements successifs de diversification et de recentrage puissent reposer sur un motif commun de recherche d'efficience.

Comme on le voit, cette première voie consiste à étudier, au sein d'une même entreprise et sur longue période, l'évolution des choix d'investissement et des mécanismes organisationnels qui les encadrent, afin de comprendre comment et pourquoi ils ont évolué. Selon la théorie de l'architecture organisationnelle, la logique de l'évolution est associée à la recherche d'une plus grande cohérence entre les différents systèmes organisationnels, ce qui doit garantir à terme une meilleure adaptation (efficience adaptative). Cette évolution doit être étudiée en étant conscient que la cohérence organisationnelle peut vraisemblablement être assurée par plusieurs configurations selon le principe d'équifinalité et que la cohérence à un moment donné n'implique pas nécessairement la cohérence sur le long terme. Ainsi, en cas de crise, on assiste généralement à une recentralisation des décisions.

Une seconde voie consiste à étudier les organisations de façon transversale. L'analyse des choix d'investissement peut se faire en associant les choix d'investissement aux différentes architectures organisationnelles, par exemple, en comparant des entreprises du même secteur, des entreprises relevant de systèmes institutionnels nationaux différents, ou encore des entreprises fortement multinationnalisées à des entreprises à dominante nationale. Relativement à la grille de lecture que constitue la théorie de

l'architecture organisationnelle, il s'agit alors d'analyser de façon comparative comment les différentes organisations assurent la cohérence entre les sous-systèmes et de caractériser la nature des choix d'investissement qui en résultent, vus sous leurs différentes dimensions (nature des actifs, forme organisationnelle des investissements, horizons...).

Le croisement avec différentes mesures de performance peut alors permettre d'évaluer le caractère adapté de l'architecture à condition de proposer un lien de causalité entre la forme et le degré de cohérence de l'architecture organisationnelle et la production de la performance. D'une certaine manière, une telle voie revient à prolonger certaines recherches passées en leur associant un schéma explicatif enrichi afin de mieux comprendre les corrélations parfois constatées. De fait, il s'agirait plutôt de comprendre l'absence fréquente de liaison statistique stable et significative entre les différentes mesures de performance et les caractéristiques de l'architecture organisationnelle. Il est vraisemblable que ce résultat s'explique notamment en raison des facteurs suivants. Premièrement, les organisations dont on mesure la performance ont survécu (biais de survivant) donc possèdent des architectures relativement adaptées présentant vraisemblablement certaines caractéristiques communes. Deuxièmement, les performances sont le plus souvent mesurées sur une période de plusieurs années (3 à 5 ans) ce qui laisse à penser que les organisations ont eu le temps de réformer au moins partiellement une architecture déficiente. Troisièmement, des architectures différentes peuvent conduire à des performances équivalentes ; il faudrait construire une mesure de leur cohérence et de leur capacité d'adaptation. Quatrièmement, les environnements étant souvent différents selon les secteurs, si aucune variable de contrôle n'est introduite, il peut être impossible d'établir une relation entre une forme donnée d'architecture organisationnelle et la performance, car les formes organisationnelles sont censées s'adapter à l'environnement. Toutes ces conditions laissent sceptiques quant à la possibilité même d'établir des relations entre l'architecture organisationnelle, les processus d'investissement et la performance finale sur la base des techniques économétriques traditionnelles.

La forme complexe des schémas de causalité invoqués, les phénomènes de *feed-back*, ainsi que les dimensions temporelles des processus conduisent à penser que de tels schémas ne peuvent éventuellement être testés – ce qui suppose une certaine stabilité des liens de causalité – qu'à partir de techniques économétriques plus complexes telles que les modèles d'équations structurelles, en supposant qu'on puisse construire des variables à même de rendre compte des différents systèmes

composant l'architecture organisationnelle et de la pluralité des dimensions des investissements. Un exemple d'application des modèles d'équations structurelles aux liaisons entre l'autonomie des responsables d'unités en matière d'investissement, leurs caractéristiques spécifiques, celles de leurs unités et celles de la firme peut être trouvé dans Duprat (1998).

Conclusion

Au terme de cette présentation, on peut s'interroger sur la nature des apports de l'approche économique-financière de la décision d'investissement et sur ce qui sépare désormais cette approche de l'approche stratégique.

La théorie financière traditionnelle est une théorie de l'évaluation, à objectif normatif. Elle ne permet d'expliquer ni la nature des actifs choisis, ni les mécanismes organisationnels qui encadrent la décision d'investissement. Son influence sur la finance organisationnelle reste cependant profonde car, notamment dans les approches formalisées, l'explication des mécanismes organisationnels se fait en considérant qu'ils constituent autant de moyens de remédier aux distorsions induites par les représentations altérées de la rationalité, des conflits d'intérêts, de l'environnement ou encore des actifs. L'optimum correspondant à la maximisation de la valeur conserve un rôle de référentiel. L'intérêt des démarches modélisatrices réside traditionnellement dans leur rigueur analytique. Inversement leur coût est important, puisque pour sauvegarder le caractère formalisable, on est conduit à modéliser⁶⁸ le processus organisationnel qui encadre l'investissement de façon très parcellaire et *ad hoc*. Les démarches plus qualitatives issues des théories néoinstitutionnelles des organisations, en particulier la théorie de l'architecture organisationnelle de Jensen, au prix d'une complexité plus grande, conduisent à une vision systémique et évolutionniste des choix d'investissement. Elles restent fondées sur l'explication des organisations par le principe d'efficacité, celui-ci évoluant cependant pour prendre en compte les contraintes institutionnelles et cognitives. Leur potentiel explicatif est vraisemblablement plus important.

Si on assiste indéniablement, en particulier avec les approches néoinstitutionnelles, à un rapprochement des approches stratégiques et économique-financières, ces dernières se distinguent

⁶⁸ Bien entendu, toute modélisation ne peut être que parcellaire. Le véritable problème de cette démarche nous semble lié au caractère irréaliste des hypothèses qui réduit le modèle à un simple outil prédictif spécifique à un phénomène très particulier. Ce faisant, on perd à notre sens, la possibilité d'élargir le domaine d'application du modèle et de l'intégrer dans une problématique plus générale.

encore sur plusieurs dimensions fondamentales, associées aux fondements des théories des organisations qui les sous-tendent. Deux dimensions en particulier sont à souligner. Premièrement, même si les hypothèses concernant la rationalité se sont assouplies dans l'approche économico-financière, la rationalité des acteurs est supposée faiblement limitée ; l'aspect calculatoire (au sens de la comparaison des coûts et des gains, ou des avantages et des inconvénients, estimés de façon approximative) demeure et le cadre de la rationalité procédurale n'est pas retenu⁶⁹. Deuxièmement, la « recherche » de l'efficacité reste le principe qui régit l'explication des formes organisationnelles qui encadrent la décision d'investissement ; l'analyse de l'investissement reste fondée sur la création de valeur même si cette dernière se décline de façon plus complexe (Charreaux et Desbrières, 1998) et si la séparabilité entre les aspects de création et de répartition semble définitivement abandonnée.

Que ce soit cependant dans les approches stratégiques ou dans les approches économico-financières, l'analyse de l'investissement semble désormais indissociable du cadre organisationnel. Sur le plan méthodologique, la confrontation entre les approches formalisées et non formalisées ne peut être que productive, à condition cependant que les méthodes employées soient à même de rendre compte de la conception de l'organisation qui semble désormais s'imposer, c'est-à-dire celle d'un système dynamique complexe, adaptatif et ouvert.

Bibliographie

- ARROW K. (1953), «Le rôle des valeurs boursières pour la répartition la meilleure des risques », *Econométrie-CNRS*, p. 41-48.
- BAKER G. et WRUCK K. (1989), «Organizational Changes and Value Creation in Leveraged Buyouts : The Case of the O.M. Scott & Sons Company », *Journal of Financial Economics*, vol. 25, p. 163-190.
- BAKER G.P. (1992), «Beatrice : A Study in the Creation and Destruction of Value », *The Journal of Finance*, vol. 47, n° 3, July, p. 1081-1119.
- BERGER P. G., OFEK E. et YERMACK D.L. (1997), «Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions », *The Journal of Finance*, vol. 52, n° 4, September, p. 1411-1438.
- BLACK F. et SHOLES M. (1993), «The Pricing of Options and Corporate Liabilities », *Journal of Political Economy*, May-June, , p. 637-659.

⁶⁹ En ce sens, la finance organisationnelle n'a qu'un caractère évolutionniste partiel.

- BOWER J. (1970), *Managing the Resource Allocation Process : A Study of Corporate Planning and Investment*, Harvard Business School Press.
- BRENNAN M.J. (1995), « Corporate Finance Over the Past 25 Years », *Financial Management*, vol. 24, n° 2, Summer, p. 9-22.
- BRICKLEY J.A., SMITH C.W. et ZIMMERMAN J.L. (1997a), *Managerial Economics and Organizational Architecture*, Irwin/McGraw-Hill.
- BRICKLEY J.A., SMITH C.W. et ZIMMERMAN J.L. (1997b), « Management Fads and Organizational Architecture », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 10, n° 2, Summer, p. 24-39.
- BUCHANAN J.M. (1987), « Economics : Between Predictive Science and Moral Philosophy », Texas A&M University Press.
- BURKART M., GROMB D. et PANUNZI F. (1997), « Large Shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm », *Quarterly Journal of Economics*, August, p. 693-728.
- BUTLER R., DAVIES L., PIKER. et SHARP J. (1993), *Strategic Investment Decisions : Theory, Practice and Process*, Routledge.
- CARLIN W. et MAYER C. (1998), « Finance, Investment and Growth », Working Paper, *University College, London et Saï d Business School, University of Oxford*, October.
- CARR C., TOMKINS C. et BAYLISS B. (1994), *Strategic Investment Decisions : A Comparison of UK and German Practices in the Motor Components Industry*, Aveburry.
- CASTANIAS R.P. et HELFAT C.E. (1991), « Managerial Ressources and Rents », *Journal of Management*, vol. 17, n° 1, p. 155-171.
- CASTANIAS R.P. et HELFAT C.E. (1992), « Managerial and Windfall Rents in the Market for Corporate Control », *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 18, p. 153-184.
- CHARREAUX G., (1996) « Pour une véritable théorie de la latitude managériale et du gouvernement des entreprises », *Revue Française de Gestion*, novembre-décembre, p. 50-64.
- CHARREAUX G. (Ed.) (1997), *Le gouvernement des entreprises : Corporate Governance, théories et faits*, Économica
- CHARREAUX G. (1998), « Le rôle de la confiance dans le système de gouvernance des entreprises », *Économies et Sociétés, Sciences de Gestion*, n° 8-9, p. 47-65.

- CHARREAUX G. (1999), « La théorie positive de l'agence : lecture et relectures... », in G. KÖNIG (coord.), *De nouvelles théories pour gérer l'entreprise du XXIème siècle*, Économica.
- CHARREAUX G. (2000), « La théorie positive de l'agence : positionnements et apports », *Revue d'Économie Industrielle*, n° spécial, Économie des contrats : bilan et perspectives, à paraître.
- CHARREAUX G. et DESBRIÈRES P. (1998), « Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 1, n° 2, juin, p. 57-88.
- COLEMAN J.S. (1990), *The Foundations of Social Theory*, Harvard University Press.
- CORIAT B. et WEINSTEIN O. (1995), *Les nouvelles théories de l'entreprise*, LGF, Le Livre de Poche, Références.
- CROCKER K. et MASTEN S. (1996), « Regulation and Administered Contracts Revisited : Lessons from Transaction-Cost Economics for Public Utility Regulation », *Journal of Regulatory Economics*, vol. 8, p. 5-39.
- DEBREU G. (1959), *The Theory of Value*, Yale University Press.
- DEMIRGÜÇ-KUNT A. et MAKSIMOVIC V. (1998), « Law, Finance and Firm Growth », *The Journal of Finance*, vol. 53, n° 6, December, p. 2107-2137.
- DEMSETZ H. (1969), « Information and Efficiency: Another Viewpoint », *Journal of Law and Economics*, vol. 12, p. 1-22.
- DEMSETZ H. (1988), « The Theory of the Firm Revisited », *Journal of Law, Economics, and Organization*, vol. 4, p. 141-163.
- DENIS D.J. (1994), « Organizational Form and the Consequences of Highly Leveraged Transactions : Kroger's Recapitalization and Safeway's LBO », *Journal of Financial Economics*, vol. 36, p. 193-224.
- DENIS D.J., DENIS D.K. et SARIN A. (1997), « Agency Problems, Equity Ownership, and Corporate Diversification », *The Journal of Finance*, vol. 52, n° 1, March, p. 135-160.
- DIAL J. et MURPHY K.J. (1995), « Incentives, Downsizing, and Value Creation at General Dynamics », *Journal of Financial Economics*, vol. 37, p. 261-314.
- DONALDSON G. (1961), *Corporate Debt Capacity*, Irwin.
- DONALDSON G. (1969), *Strategy for Financial Mobility*, Irwin.
- DONALDSON G. (1990), « Voluntary Restructuring : The Case of General Mills », *Journal of Financial Economics*, vol. 27, p. 117-141.

- DUPRAT J. (1998), «Les procédures de contrôle de l'investissement dans les divisions et les filiales », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 1, n° 3, septembre, p. 35-56.
- EASTERBROOK F. (1984), « Two Agency Costs Explanations of Dividends », *American Economic Review*, vol. 74, p. 650-659.
- EDLIN A.S. et STIGLITZ J.E. (1985), «Discouraging Rivals : Managerial Rent-Seeking and Economic Inefficiencies », *American Economic Review*, vol. 85, n° 5, December, p. 1301-1312.
- FAHMI Y. (1999), «Contribution à une théorie de l'investissement immatériel : le cas de la gestion de la qualité totale », Thèse de doctorat en sciences de gestion, Université de Bourgogne, Juillet.
- FAMA E.F. (1978), «The Effects of a Firm's Investment and Financing Decisions on the Welfare of Its Security Holders », *American Economic Review*, June, p. 272-284.
- FAMA E.F. et FRENCH K.R. (1997), «Industry Costs of Equity », *Journal of Financial Economics*, vol. 43, p. 153-193.
- FAMA E.F. et JENSEN M.C. (1983a), «Agency Problems and Residual Claims », *Journal of Law and Economics*, vol. 26, June, p. 327-350.
- FAMA E.F. et JENSEN M.C. (1983b), «Separation of Ownership and Control », *Journal of Law and Economics*, vol. 26, June, p. 301-326.
- FAMA E.F. et MILLER M.H. (1972), *The Theory of Finance*, Holt, Rinehart and Winston.
- FISHER I. (1930), *The Theory of Interest*, Macmillan.
- FUKUYAMA F. (1994), *Trust : The Social Virtues and the Creation of Property*, Free Press.
- GIAMMARINO R., HEINKEL R. et HOLLIFIELD B. (1997), «Defensive Mechanisms and Managerial Discretion », *The Journal of Finance*, vol. 52, n° 4, September, p. 1467-1493.
- GODFREY P.C. et HILL C.W.L. (1995), «The Problem of Unobservables in Strategic Management Research », *Strategic Management Journal*, vol. 16, p. 519-533.
- GOFFIN R. (1998), *Principes de finance moderne*, Économica.
- GRAHAM J.R. et HARVEY C.R. (1999), « The Theory and Practice of Corporate Finance : Evidence from the Field », *Harvard Business School – Journal of Financial Economics Conference*, June.
- HARRIS M. et RAVIV A. (1996), «The Capital Budgeting Process : Incentives and Information », *The Journal of Finance*, vol. 51, n° 4, September, p. 1139-1174.

- HAUGEN R.A. (1996), «Finance from a New Perspective », *Financial Management*, Spring, vol. 25, n° 1, p. 86-97.
- HAYEK, F. (Von) (1945), « The Use of Knowledge in Society », *American Economic Review*, vol. 35, p. 519-530.
- HEATON J.B. (1998), « Managerial Optimism and Corporate Finance », Working Paper, *The University of Chicago*, April.
- HIRSHLEIFER D. (1993), « Managerial Reputation and Corporate Investment Decisions », *Financial Management*, Summer, p. 145-160.
- HOLMSTROM B. et RICART I COSTA J. (1986), «Managerial Incentives and Capital Management », *Quarterly Journal of Economics*, November, p. 835-860.
- JENSEN M.C. (1983), «Organization Theory and Methodology », *Accounting Review*, vol. 58, April, p. 319-339.
- JENSEN M.C. (1986), « Agency Costs of Free Cash Flow : Corporate Finance and Takeovers », *American Economic Review*, vol. 76, May, p. 323-329.
- JENSEN M.C. (1993), « The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems », *The Journal of Finance*, vol. 48, n° 3, July, p. 831-880.
- JENSEN M.C. (1998), *Foundations of Organizational Strategy*, Harvard University Press.
- JENSEN M.C. et MECKLING W.H. (1976), « Theory of The Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, October, p. 305-360.
- JENSEN M.C. et MECKLING W.H. (1992), « Specific and General Knowledge, and Organizational Structure », in L. WERIN et H. WIJKANDER (Eds.), *Contract Economics*, Blackwell, p. 251-274.
- JOFFRE P. (1999), « L'économie des coûts de transaction », in G. KØNIG (coord.), *De nouvelles théories pour gérer l'entreprise du XXIème siècle*, Économica.
- KAPLAN S.N., MITCHELL M.L. et WRUCK K.H. (1997), « A Clinical Exploration of Value Creation and Destruction in Acquisitions : Organizational Design, Incentives, and Internal Capital Markets », *NBER Working Paper Series*, n° 5999, April.
- KØNIG G. (Coord.) (1999), *De nouvelles théories pour gérer l'entreprise du XXIème siècle*, Économica.

- LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A. et VISHNY R.W. (1997), « Agency problems and Dividend Policies Around the World », Working Paper, *Harvard University*, November.
- LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A. et VISHNY R.W. (1997), « Legal determinants of External Finance », *The Journal of Finance*, vol. 52, p. 1131-1150.
- LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A. et VISHNY R.W. (1997), « Trust in Large Organizations », *American Economic Review, Papers and Proceedings*, vol. 87, p. 333-338.
- LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A. et VISHNY R.W. (1998), « Law and Finance », *Journal of Political Economy*, vol. 106, n° 6, December.
- LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F. et SHLEIFER A. (1998), « Corporate Ownership Around the World », Working Paper, *Harvard University*, August.
- LAMONT O. (1997), « Cash Flow and Investment : Evidence from Internal Capital Markets », *The Journal of Finance*, vol. 52, n° 1, March, p. 83-109.
- LINTNER J. (1965), « The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolio and Capital Budgets », *The Review of Economics and Statistics*, February, p. 13-37.
- LYONS B. (1996), « Empirical Relevance of Efficient Contract Theory », *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 12, p. 27-52.
- LYS T. et VINCENT L. (1995), « An Analysis of Value Destruction in AT&T's Acquisition of NCR », *Journal of Financial Economics*, vol. 39, p. 353-378.
- MARRIS R. (1964), *The Economic Theory of Managerial Capitalism*, Free Press.
- MCCRAW T.K. et CRUIKSHANK J.L. (1998), *The Intellectual Venture Capitalist : John H. McArthur and the Work of the Harvard Business School 1980-1995*, Harvard Business School Press.
- MILBOURN T.T., SHOCKLEY R.L. et THAKOR A.V. (1998), « Managerial Career Concerns and Project Cycle Time in Capital Budgeting », Working Paper, November.
- MILGROM P. et ROBERTS J. (1995), « Complementarities and Fit : Strategy, Structure, and Organisational Change in Manufacturing », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 19, p. 179-208.
- MODIGLIANI F. et MILLER M. (1958), « The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment », *American Economic Review*, June, p. 261-297.

- MODIGLIANI F. et MILLER M. (1963), « Corporation Income Taxes and the Cost of Capital : A Correction », *American Economic Review*, June.
- MOUSSU C. (2000), « Endettement, accords implicites et capital organisationnel: contribution à l'émergence d'une théorie organisationnelle de la structure financière », Thèse de doctorat en sciences de gestion, Université de Bourgogne, Janvier.
- MYERS S.C. (1977), « Determinants of Corporate Borrowing », *Journal of Financial Economics*, November, p. 147-175.
- MYERS S.C. et RAJAN R.G. (1998), « The Paradox of Liquidity », Working Paper, *University of Chicago*.
- NAVATTE P. (1998), *Finance d'entreprise et théorie des options*, Économica.
- NOE T.H. et REBELLO M.J. (1997), « Renegotiations, Investment Horizons, and Managerial Discretion », *Journal of Business*, vol. 70, n° 3, p. 385 - 407.
- NORTH D. (1990), *Institutions, Institutional Change, and Economic Performance*, Cambridge University Press.
- PARRINO R. (1997), « Spinoffs and Wealth Transfers : The Marriott Case », *Journal of Financial Economics*, vol. 43, p. 241-274.
- PERSONS J.C. (1994), « Liars Never Prosper ? How Management Misrepresentation Reduces Monitoring Costs », Working Paper, *Ohio State University*, July.
- PINCHES G.E. (1982), « Myopia, Capital Budgeting and Decision Making », *Financial Management*, Autumn, p. 6-19.
- PORTER M.E. (1992), « Capital Disadvantage : America's Failing Capital Investment System », *Harvard Business Review*, September-October, p. 65-82.
- PRENDERGAST C. et STOLE L. (1996), « Impetuous Youngsters and Jaded Oldtimers : Acquiring a Reputation for Learning », *Journal of Political Economy*, vol. 104, p. 1105-1134.
- RAJAN R.G. et ZINGALES L. (1998), « Which Capitalism? Lessons From the East Asian Crisis », Working Paper, *University of Chicago*.
- RAJAN R., SERVAES H. et ZINGALES L. (1998), « The Cost of Diversity : The Diversification Discount and Inefficient Investment », Working Paper, *University of Chicago*, June.

- REINDFLEISCH A. et HEIDE J., (1997), « Transaction Cost Analysis : Past, Present, and Future Applications », *Journal of Marketing*, vol. 61, October, p. 30-54.
- SABEL C.F. (1994), « Learning by Monitoring : the Institutions of Economic Development », in N.J. SMELSER et R. SWEDBERG (Eds.), *The Handbook of Economic Sociology*, Princeton University Press, p. 137-165.
- SAH R.K. (1991), « Fallibility in Human Organizations and Political Systems », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 5, n° 2, Spring, p. 67-88.
- SARIG O.H. et TALMOR E. (1997), « In Defense of Defensive Measures », *Journal of Corporate Finance*, vol. 3, p. 277-297.
- SCHARFSTEIN D.S. (1998), « The Dark Side of Internal Capital Markets II : Evidence from Diversified Conglomerates », *NBER Working Paper*, n° 6352.
- SCHARFSTEIN D.S. et STEIN J.C. (1997), « The Dark Side of Internal Capital Market : Divisional Rent-Seeking and Inefficient Investment », *NBER Working Paper* n° 5969, March.
- SHARPE W. (1964), « Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk », *The Journal of Finance*, September 1964, p. 725-742.
- SHLEIFER A. et VISHNY R.W. (1989), « Management Entrenchment : The Case of Managers Specific Investments », *Journal of Financial Economics*, vol. 25, p. 123-139.
- SHELANSKI H. et KLEIN P. (1995), « Empirical Research in Transaction Cost Economics : A review and Assessment », *Journal of Law, Economics and Organizations*, vol. 11, October, p. 335-361.
- SIMON H. (1961), *Administrative Behavior*, 2d Ed., MacMillan, publication originale en 1947.
- STIGLITZ J.E. (1972), « Some Aspects of the Pure Theory of Corporate Finance : Bankruptcies and Takeovers », *Bell Journal of Economics and Management Science*, Autumn, p. 458-482.
- STOLE L.A. et ZWIEBEL J. (1996), « Organizational Design and Technology Choice under Intrafirm Bargaining », *American Economic Review*, vol. 86, n° 1, March, p. 195 - 222.
- THAKOR A.V. (1990), « Investment 'Myopia' and the Internal Organization of Capital Allocation Decisions », *Journal of Law, Economics and Organization*, Spring.
- THAKOR A.V. (1993), « Corporate Investments and Finance », *Financial Management*, Summer, p. 135-144.

- USUNIER J.C. et ROGER P. (1999), «Confiance et performance : le couple franco-allemand au sein de l'Europe », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 2, n° 1, mars.
- WILLIAMSON O.E. (1964), *The Economics of Discretionary Behavior : Managerial Objectives in a Theory of The Firm*, Prentice Hall.
- WILLIAMSON O.E. (1988), « Corporate Finance and Corporate Governance », *The Journal of Finance*, vol. 43, n° 3, July, p. 567-591.
- WIRTZ P. (2000), « Gouvernement des entreprises et politique de financement des entreprises en France et en Allemagne : cadre conceptuel et études de cas », Thèse de doctorat en sciences de gestion, Université de Bourgogne, Janvier.
- WRUCK K.H. (1994), «Financial Policy, Internal Control, and Performance Sealed Air Corporation's Leveraged Special Dividend », *Journal of Financial Economics*, vol. 36, p. 157-192.
- WRUCK K.H. et JENSEN M.C. (1994), « Science, Specific Knowledge, and Total Quality Management », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 18, p. 247-287.
- WULF J. (1998), «Influence and Inefficiency in the Internal Capital Market : Theory and Evidence », *Working Paper, The Wharton School, University of Pennsylvania*, October.
- YOSHIMORI M. (1995), « Whose Company is it ? The Concept of Corporation in Japan and in the West », *Long Range Planning*, vol 28.
- ZWIEBEL J. (1996), «Dynamic Capital Structure under Managerial Entrenchment », *The American Economic Review*, December, vol. 86, n° 5, p. 1197-1215.