

Endettement, accords implicites et capital organisationnel : vers une théorie organisationnelle de la structure financière

Christophe MOUSSU*

École Supérieure de Commerce de Paris

Correspondance :

Christophe Moussu
ESCP
79, Av. de la République
75543 Paris Cedex 11
Email : moussu@escp.fr

Résumé : L'objectif de cet article est d'appréhender le choix d'une structure financière dans une théorie de la firme reposant sur la formation de capital organisationnel, associé à la relation d'emploi. Après avoir défini la notion de capital organisationnel, une modélisation des liens entre la structure financière et les accords implicites est proposée. La théorie organisationnelle proposée est confrontée aux théories alternatives de la structure financière. Ses implications empiriques sont également énoncées.

Mots clés : capital organisationnel – structure financière – théorie de la firme – accords implicites

Abstract : The objective of this article is to analyse financial decisions within the context of the theory of the firm, based on the concept of organisational capital, associated to labor relations. After defining the concept of organisational capital, a model of the links between financial structure and implicit contracts is developed. The organisational theory proposed is compared to the alternative theories of financial structure. Its empirical implications are also discussed.

Key words : organisational capital – financial structure – theory of the firm – implicit contracts.

* L'auteur est Professeur assistant au département finance de l'École Supérieure de Commerce de Paris. Il remercie Gérard Charreaux et les deux rapporteurs anonymes pour leurs commentaires judicieux sur cet article, ainsi que Laurent Augier pour de nombreuses discussions sur une première version de celui-ci.

Les accords implicites paraissent fondamentaux pour rendre compte de l'existence des entreprises. Comme l'écrivent G. Baker et al. [1997] : « *les entreprises (et les contrats relationnels) apparaissent seulement où les marchés fonctionnent suffisamment mal pour qu'un contrat implicite donne lieu à un surplus suffisant pour être auto-réalisant* ». Ceci est particulièrement vrai pour la relation d'emploi, tant parce qu'il existe de nombreuses imperfections dans le fonctionnement du marché du travail (asymétries d'information, coûts de rotation notamment), que parce que l'association continue d'un employé et d'un employeur peut produire des surplus spécifiques importants (accumulation de capital humain spécifique, d'informations spécifiques, incitations notamment). M. Blair [1997] suit une logique similaire lorsqu'elle considère que la nature de la relation d'emploi est fondamentale pour « *comprendre la nature des arrangements institutionnels qui sont l'essence des grandes entreprises modernes* ». Reconnaisant l'importance de la représentation de l'entreprise comme un nœud de contrats, elle considère toutefois qu'une attention trop importante a été accordée à la seule relation actionnaires/dirigeant. De même, la modélisation fréquente de cette relation selon le schéma principal/agent est considérée comme trop réductrice. M. Blair reproche notamment à ces modèles de considérer que le principal est parfaitement identifié, qu'il sait exactement ce qu'il attend de l'agent, et qu'il n'est pas opportuniste.

Ces critiques rejoignent la volonté de ce travail d'appréhender le choix d'une structure financière dans une théorie de la firme centrée sur la création de richesse. Il s'agit de dépasser le cadre d'analyse contractuel de celles-ci, reposant sur les seules relations entre les actionnaires, dirigeant et créanciers financiers. L'ouverture de l'analyse à d'autres *stakeholders* permet de rechercher les sources réelles de valeur, et la logique du capital organisationnel permet d'offrir une dynamique de création de valeur, absente des analyses principal/agent. Or, dans les modèles de capital organisationnel et de contrats de travail, le rôle de l'employeur est toujours extrêmement clair. Il cherche à faire émerger un surplus mutuel d'une relation spécifique avec un employé en vue de maximiser sa richesse, qui est également, de manière implicite, la valeur

des actions. En effet, dans les modèles de C. Bull [1987], D. Kreps [1990], E. Lazear [1981], C. Shapiro, J. Stiglitz [1984], entre autres, le dirigeant est toujours actionnaire à 100 % d'une entreprise non endettée.

Le modèle proposé s'inscrit dans le prolongement des modèles de structure financière, cherchant à relier celle-ci à la forme des relations qu'une firme entretient avec ses clients, notamment S. Titman [1984], B. Cornell, A. Shapiro [1987], V. Maksimovic, S. Titman [1991]. Il permet ainsi de mesurer la robustesse de ces modèles à une généralisation des formes de capital organisationnel, prenant en compte le mode de fonctionnement spécifique des accords implicites, essentiels à la compréhension de la relation d'emploi¹. La modélisation proposée permet également d'approfondir les modèles d'accords implicites, en introduisant l'impact du financement d'une firme sur sa capacité à générer de tels accords, du capital organisationnel et donc de la valeur. Elle s'inscrit à ce titre dans la voie proposée par M. Brennan [1995] et S. Myers [1990, 1998], qui considèrent que la théorie de la structure financière prend insuffisamment en compte l'actif humain et qu'une véritable théorie organisationnelle reste à formuler. De même, elle va dans le sens de la position de G. Charreaux [1998] qui écrit : « *si l'entreprise crée de la valeur, c'est qu'elle est à même de disposer de compétences clés non facilement imitables, par exemple d'un savoir-faire, qui 's'incarne' plus vraisemblablement dans le capital humain ou organisationnel que dans le capital financier.* »

Dans une première section, nous exposons le cadre conceptuel permettant d'appréhender le capital organisationnel et son lien avec la structure financière. La deuxième section propose un modèle reliant la formation de capital organisationnel et la structure financière, lorsque la valeur de la firme ne dépend que de la capacité à faire émerger des accords implicites. La troisième section compare les résultats du modèle avec ceux des théories contractuelles de la structure financière. La qua-

¹ Les auteurs étendent toujours les résultats de leur modèle aux liens entre la structure financière et la relation avec les salariés. La modélisation spécifique de ce lien, qui est proposée plus bas, révèle que les résultats peuvent être différents.

trième section introduit la possibilité de liquidation dans le modèle, la valeur de la firme étant également fondée sur des actifs redéployables : elle montre que le rôle prêté à la structure financière par S. Titman ne peut être directement généralisé aux accords implicites. Dans la cinquième section, le modèle prend en compte la possibilité d'un environnement non stationnaire : il montre le rôle particulier de l'endettement dans la renégociation optimale des accords implicites. La sixième section permet de discuter les implications empiriques du modèle et de conclure.

1. Capital organisationnel : le cadre de référence

Il existe plusieurs définitions du capital organisationnel. Pour D. Kreps [1990] ou G. Baker et *al.* [1997], la confiance et les accords implicites sont l'essence même des firmes ; alors que R. Nelson, S. Winter [1982] ou A. Chandler [1992] placent les « routines » au cœur même de leur existence. Pour les premiers, le capital organisationnel est le surplus spécifique associé à la mise en œuvre d'accords implicites ; alors que pour les seconds, il provient de la hiérarchie de routines organisationnelles, baptisée « capacités organisationnelles ». Plus que de s'opposer, ces définitions se complètent, tenant fondamentalement aux différentes perspectives employées quant à la définition d'une théorie de la firme. Par exemple, si l'on s'attache à l'examen particulier de la relation d'emploi, cela revient à distinguer l'incitation à l'effort de l'accumulation de capital humain spécifique, comme le font d'ailleurs un certain nombre d'économistes du travail². Or, il est raisonnable de penser que l'investissement en capital humain spécifique nécessite un effort de l'employé ; et qu'inversement, l'accumulation de capital humain peut avoir un effet d'entraînement positif sur le niveau d'effort. Par ailleurs, le mode même de fonctionnement des accords implicites révèle les liens ténus qui existent entre l'émergence de cette

² Les analyses de la forme des salaires, prenant en compte le capital humain et l'effort, ont respectivement été initiées par G. Becker [1962] et E. Lazear [1979, 1981]. L. Carmichael [1989] et R. Hutchens [1989] présentent une synthèse intéressante de la littérature.

forme d'accords et les différentes formes de surplus. De la même façon, les «capacités organisationnelles», à l'origine de la création de capital organisationnel, sont associées à l'existence de «routines organisationnelles», dont le fonctionnement est par nature implicite. Il ne paraît donc pas trop réducteur, dans l'analyse du capital organisationnel, de privilégier une approche en termes d'accords implicites, permettant la prise en compte de la structure de financement.

Considérons ainsi une organisation simple, dans laquelle un employeur, possédant des ressources financières, embauche un employé qui travaille pour lui pendant une période. En cas d'effort de l'employé, un surplus est dégagé de l'association. Pour l'inciter à l'effort, l'employeur diffère une partie de la rémunération de l'employé sous forme de bonus, qui est versé en fin de période de travail si la production d'effort est observée par l'employeur. L'accord est considéré comme implicite en raison de l'impossibilité de mettre en place des mesures explicites de performance observables par un tiers³. La complexité de la tâche ou de la production de l'employé fait que seul un jugement subjectif de l'employeur peut conduire à l'attribution d'un bonus⁴. L'employé n'effectue un effort que si le bonus promis couvre la désutilité de l'effort et que s'il croit que le bonus est effectivement payé lorsqu'un effort est fourni. Comme dans le modèle de C. Bull [1987], l'employeur honore sa promesse lorsque la valeur des profits associés à la production d'efforts répétés à l'avenir, nécessitant la mise en œuvre d'accords implicites, est supérieure au bonus à payer à l'employé⁵.

³ Le choix d'un accord implicite peut provenir de l'impossibilité de mettre un contrat explicite en place (incomplétude, problème d'observation par un tiers) ou de sa supériorité (coûts plus faibles, surplus spécifiques associés à l'accord implicite). G. Baker et *al.* [1994] proposent un modèle visant à analyser la coexistence des deux types de contrats face à un problème d'incitation à l'effort.

⁴ Les accords implicites, lorsqu'ils concernent un problème d'incitation, sont fondés sur des mesures de performances subjectives : l'évaluation du niveau de performance de l'employé fait l'objet d'un jugement subjectif par l'employeur. En revanche, les contrats explicites reposent sur des mesures objectives de performance, c'est-à-dire fondées sur des critères mesurables et observables par des tiers.

⁵ Chez C. Bull, ce sont les jeunes employés qui observent si le bonus a été équitablement payé aux employés seniors. La réputation est donc intra-firme par

L'émergence d'un surplus peut également provenir de l'accumulation de capital humain spécifique, ou d'une sélection des employés les plus performants ou les plus adaptés qui pensent générer un surplus leur permettant de recevoir le bonus en deuxième période.

La valeur de l'entreprise pour l'employeur est alors la valeur actualisée des profits nets retirés d'un mode de fonctionnement implicite, incitant à l'effort les employés. C'est également la part de capital organisationnel revenant à l'employeur. En effet, le capital organisationnel en tant que valeur actuelle des quasi-rentes générées dans la relation, est également composé du surplus (éventuel) que l'employé retire de l'effort, lorsque sa rémunération totale est supérieure à la somme du coût d'opportunité de l'effort et du salaire de réservation (salaire de marché sans effort). Dans le modèle de C. Bull, la durée de vie de l'employeur est infinie. Toutefois, le fait que l'employeur, qui est aussi l'actionnaire, puisse « sortir » de la relation ne modifie pas l'analyse, puisque la valeur dépend du niveau de capital organisationnel et, par conséquent, du respect de la promesse faite à l'employé. La valeur des actions joue dans le cas d'un horizon fini de l'employeur le même rôle que celui de la valeur du partenariat envisagé par D. Kreps [1990].

Les modèles de C. Bull et de D. Kreps reposent sur une logique de création de valeur par les accords implicites. Un point important est que le capital organisationnel est conservé même si les membres de l'organisation sont remplacés. La création de richesse est endogène par rapport aux modèles contractuels, dans lesquels un niveau d'opportunités d'investissement fixé de manière exogène définit la valeur de l'entreprise. De plus, l'existence de capital organisationnel est souvent importante pour comprendre l'émergence d'opportunités d'investissement. Supposons, par exemple, qu'une opportunité d'investissement d'une entreprise donnée tienne au lancement d'un nouveau produit, existant toutefois déjà sur le marché. Cette opportunité a une valeur si l'entreprise a construit une réputation de qualité pour ses

rapport à l'exemple décrit où il s'agit d'une réputation de marché. Cela implique que les jeunes travaillent une période avec les seniors, pouvant ainsi observer leur niveau d'effort et, par conséquent, juger de l'équité d'un éventuel non-versement de bonus.

produits déjà commercialisés. En effet, une bonne réputation permet de sécréter des quasi-rentes lorsque l'information est imparfaite [C. Shapiro 1983] et, donc, de créer de la valeur. Par ailleurs, l'idée même d'un nouveau produit et les efforts associés à son lancement requièrent l'établissement d'une relation d'emploi de long terme fonctionnant comme un accord implicite. La nature des relations de l'entreprise avec ses clients et ses employés est donc à l'origine de l'opportunité d'investissement et de sa valorisation.

Quel est alors l'impact de l'introduction de l'endettement sur la formation d'accords implicites, et donc sur la valeur, lorsque les actionnaires gèrent directement les accords implicites ?

2. Capital organisationnel et structure financière : les liens théoriques

Dans une première étape, le modèle suppose, comme les modèles de C. Bull [1987] et D. Kreps [1990], que la production ne nécessite pas d'investissements dans des actifs physiques et donc que la valeur, uniquement déterminée par le capital organisationnel, est nulle en cas de liquidation. Plus spécifiquement, en reprenant l'exemple précédent du versement d'un bonus, l'investissement de l'employeur provient juste du versement d'un salaire S à $t = 0$, suivi du versement d'un bonus B à $t = 1$ si l'effort est observé. L'employé effectue un effort :

[1] si $U(S, B, C(e)) > U(W)$, où W est le salaire de réservation sans effort (relation *spot*), $C(e)$ le coût de l'effort et U la fonction d'utilité de l'employé ;

[2] et s'il est rationnel pour l'employeur de payer le bonus.

Cette deuxième condition n'est vérifiée que si les profits futurs actualisés de la firme en cas d'effort de l'employé sont supérieurs à ce qu'ils seraient sans effort. L'accord implicite ne fonctionne que si la firme a intérêt à respecter sa promesse et si l'employé reçoit un surplus au-delà de son salaire de marché (sans effort). La promesse est respectée si le gain de court terme de ne pas payer le bonus est inférieur à la perte des revenus marginaux futurs actualisés, associés à un mode de

fonctionnement implicite. Le fait que l'actionnaire puisse revendre ses titres n'a pas d'influence tant que le marché financier valorise également correctement le capital organisationnel, c'est-à-dire qu'il anticipe sans biais la sanction du marché du travail en cas de rupture d'accords implicites. Dans l'environnement stationnaire décrit, l'observation du profit à $t=1$ sert à anticiper parfaitement les profits futurs, qui se reproduisent période après période. Un point remarquable est donc, comme chez Kreps, que le capital organisationnel peut être conservé même si les deux parties sont remplacées. En appelant $X(e)$ le surplus avant répartition en cas d'effort, $X(ne)$ le surplus sans effort⁶, et k le taux d'actualisation de l'entreprise, la deuxième condition peut s'écrire (en $t=1$) :

$$[2] \quad X(e) - B + [X(e) - B] / k \quad X(e) + X(ne) / k$$

avec $X(ne) < X(e)$, et où $X(e)$ et $X(ne)$ sont actualisés à l'infini au taux k .

Plus le taux d'actualisation est élevé, moins la valeur du surplus généré est importante et, par conséquent, moins l'accord implicite est intéressant. Le fait que l'employeur et l'employé retirent un surplus strictement positif, c'est-à-dire que le capital organisationnel soit non nul, n'est pas incompatible avec une libre entrée sur le marché. En effet, conformément à l'analyse de C. Shapiro [1983], l'existence de quasi-rentes peut subsister si elle provient de la rémunération d'investissements spécifiques passés. Dans le cas de la relation décrite, les investissements spécifiques peuvent être effectués par l'employeur et par l'employé. Pour l'employé, l'investissement spécifique provient de la production d'un effort avant de recevoir le bonus, effort qui n'est pas valorisé en dehors de la relation. Pour l'employeur, il y a investissement spécifique si le salaire versé initialement est supérieur au salaire qui serait versé si une relation de marché standard avait été choisie. Dans ce cas, il y a combinaison du versement d'un surplus de salaire et d'une rémunération différée, qui conduit bien à un investissement spécifique de part et d'autre. Quel est alors l'impact de l'endettement dans ce modèle simple,

⁶ Le surplus $X(ne)$ est théoriquement nul, si la seule source de valeur tient au capital organisationnel, c'est-à-dire à la capacité de fonctionner sur un mode implicite.

où l'actionnaire gère directement les accords implicites⁷ et dans lequel la valeur repose exclusivement sur du capital organisationnel ?

L'endettement a un impact sur la répartition des flux et sur l'allocation du contrôle. Deux cas doivent être distingués : celui où l'endettement existe dès l'origine, et celui où il est introduit après que l'employeur et l'employé sont entrés en relation par modification de la structure financière. De même, dans chacun des cas, il est important d'envisager deux hypothèses quant à la nature du surplus spécifique : celle où le surplus est certain et celle où il est incertain.

(1) L'endettement est fixé ex ante

Dans l'hypothèse où la quasi-rente retirée de la relation implicite est certaine, l'endettement doit être suffisamment faible pour que le bonus puisse être honoré. En effet, en tant que créance explicite, donc prioritaire⁸, la rémunération de l'endettement conduit à absorber une partie du surplus. Pour l'employeur, cela permet d'allouer différemment dans le temps les flux qu'il retire de la relation. Pour l'employé, le contrat implicite n'est acceptable que si le surplus généré est suffisant pour couvrir la rémunération de la dette et le bonus. Un niveau trop important de dette *ex ante* peut conduire à absorber trop de surplus *ex post* et, par conséquent, à empêcher la formation de l'accord indispensable à l'émergence du surplus. Dans ce modèle simple où la valeur ne repose que sur du capital organisationnel, la dette ne peut qu'empêcher la formation de l'accord implicite et détruire de la valeur.

Dans l'hypothèse où la valeur est incertaine, c'est-à-dire où l'impact de l'effort sur le surplus est incertain, les résultats précédents ne sont que renforcés ; autrement dit, la capacité maximale d'endettement est encore plus faible. En effet, avec un endettement correspondant à

⁷ Dans le modèle, on suppose que le dirigeant et les actionnaires sont confondus, ce qui revient notamment à écarter les conflits d'intérêts entre ces deux parties. La reconnaissance du rôle actif du dirigeant dans le développement de capital organisationnel permet de justifier cette hypothèse.

⁸ La dette financière et le bonus constituent des dettes de l'entreprise. La première fait l'objet d'un contrat écrit. Il s'agit donc d'une dette explicite, alors que le bonus prend la forme d'une dette implicite. En cas de défaut de l'entreprise, la rémunération de la dette financière est donc prioritaire sur le paiement du bonus.

l'endettement maximal défini dans le cas certain, le surplus est insuffisant pour rémunérer la dette et le bonus dans les états défavorables de la nature. Cela implique soit que l'accord implicite ne puisse émerger, soit que le bonus promis *ex ante* doive s'accroître pour rémunérer le risque. Or, tout accroissement du bonus conduit à un partage du surplus en faveur de l'employé, rendant moins avantageux l'accord implicite pour l'employeur, jusqu'au point où celui-ci n'est pas intéressant par rapport à la solution de marché. Comme dans l'analyse de B. Cornell, A. Shapiro [1987], la dette réduit la valeur des créances implicites achetées par les *stakeholders*. Toutefois, la prise en compte du véritable fonctionnement des accords implicites révèle qu'au-delà d'un certain seuil d'endettement, la faisabilité même de ceux-ci est remise en cause.

(2) *L'endettement peut être modifié ex post*

La modification de l'endettement *ex post*, après que l'employeur et l'employé aient contracté, conduit à redistribuer le surplus différemment, comme dans le modèle de E. Perotti, K. Spier [1993]. Il est utile de rappeler que dans celui-ci, la dette sert aux actionnaires de menace crédible : ils renonceraient à entreprendre un investissement rentable, forçant ainsi les salariés à renégocier à la baisse le salaire qu'ils attendent. Lorsque la valeur dépend du capital organisationnel, le mode de fonctionnement même de celui-ci peut conduire à éviter ce type de comportement opportuniste. En effet, la valeur du capital organisationnel dépend du respect des promesses passées, tout défaut sur le paiement du bonus conduisant à l'impossibilité de pouvoir inciter les employés à l'effort dans le futur. Plus précisément, dans l'hypothèse où le surplus lié au mode de fonctionnement implicite est certain, la renégociation par une émission de dette *ex post* n'a jamais lieu. En effet, elle ne peut se justifier que si la valeur du capital organisationnel est inférieure au bonus dû à l'employé, ce qui implique qu'un accord implicite n'aurait pas dû être choisi au départ. Dans l'hypothèse où le surplus est incertain, mais où sa distribution reste identique période après période, l'analyse n'est pas modifiée puisque la réalisation du surplus à une date donnée n'a pas d'incidence sur les calculs initiaux, et donc la rupture de la relation n'est pas pertinente dans cet environnement stationnaire.

3. Vers la formulation d'une théorie organisationnelle de la structure financière

L'analyse du capital organisationnel conduit ainsi à une dynamique entre la création de valeur et la structure financière, un endettement élevé étant un frein à l'émergence de capital organisationnel. Si la création de valeur repose sur la capacité d'une firme à produire du capital organisationnel, alors on obtient un lien négatif entre le niveau d'endettement et la capacité à créer de la richesse. Les implications de l'analyse sont peu différentes des théories contractuelles « classiques »⁹, notamment la théorie de l'agence, dans laquelle le niveau des opportunités d'investissement, à l'origine de la création de valeur, est inversement relié au niveau d'endettement. Plus que de s'opposer, ces théories ont tendance à se compléter puisqu'elles reposent initialement sur des représentations alternatives de la firme et de la création de la valeur. Toutefois, l'utilisation du concept de capital organisationnel permet de capter une dynamique fondamentale des organisations, permettant de rendre endogène la valeur, alors que les analyses précédentes reposent sur des opportunités d'investissement fixées de manière exogène. Si certaines opportunités d'investissement sont véritablement exogènes, dues par exemple à un choc technologique externe, il est probable que la plupart d'entre elles émergent du fonctionnement des organisations, et que la nature des contrats qu'une firme passe avec ses *stakeholders* soit un élément clef de leur formation. Par ailleurs, même en cas de choc externe, l'adhésion des employés est indispensable pour répercuter celui-ci correctement, ce qui conduit à nouveau à considérer le rôle du capital organisationnel. Si les implications des deux approches sont semblables pour la politique financière, le caractère endogène de la création de valeur dans l'analyse du capital organisationnel

⁹ Les théories contractuelles « classiques » désignent ici les théories de la structure financière reposant sur l'examen du processus contractuel entre les actionnaires, créanciers financiers et dirigeants ; qu'il s'agisse de la théorie de l'agence [M. Jensen, W. Meckling 1976 ; S. Myers 1977 ; M. Jensen 1986, R. Stulz 1991...], la théorie informationnelle [S. Myers, N. Majluf 1984] ou la théorie des coûts de transaction [O. Williamson 1988].

introduit toutefois une différence importante. En effet, la dynamique organisationnelle envisagée révèle que la politique financière a un impact sur la formation des accords implicites et, par conséquent, agit sur le potentiel même de création de valeur. En revanche, dans la théorie de l'agence, l'ensemble d'opportunités d'investissement est indépendant de celle-ci. Chez S. Myers [1977] ou chez R. Stulz [1991] par exemple, l'endettement peut conduire à renoncer à entreprendre des opportunités d'investissement rentables, mais n'affecte pas l'ensemble d'opportunités d'investissement, c'est-à-dire la valeur potentiellement créée. Même chez E. Perotti, K. Spier [1993], la possibilité de renégociation du salaire en période intermédiaire n'a pas d'incidence sur la définition des opportunités d'investissement d'une firme, mais juste sur leur profitabilité lorsque les employés exigent un relèvement de salaire face à l'opportunisme des actionnaires. Le fait de situer l'analyse de la valeur en amont du concept d'opportunités d'investissement révèle ainsi des liens de causalité entre la création de richesse et la politique financière plus complexes que ceux envisagés précédemment.

Un résultat important qui émerge du modèle est que les fonds propres sont indispensables à la dynamique de création et de valorisation du capital organisationnel. Ce résultat a été obtenu indirectement en montrant que l'endettement peut empêcher la formation des accords implicites et limiter leur capacité à créer de la valeur. Il est intéressant de voir que le rôle que Y. Barzel [1989] fait jouer aux fonds propres, dans son analyse économique des droits de propriété, conduit à un résultat similaire. En effet, il considère que le rôle des actionnaires est de protéger les revenus des autres apporteurs de ressources contre la variabilité, les fonds propres étant un facteur « spécialisé dans les garanties ». Il donne notamment l'exemple d'un employé qui n'est prêt à investir en capital humain spécifique que si son salaire futur est garanti, la fonction « productive » des fonds propres étant justement d'assurer cette garantie. La firme apparaît alors comme un ensemble de contrats garantis par les fonds propres, le niveau optimal de capitaux propres étant celui pour lequel une unité supplémentaire de capitaux propres offre une amélioration de même valeur des conditions de fonctionnement des autres facteurs, y compris le capital emprunté. L'approche des « autres fac-

teurs » en tant qu'accords implicites, permet de préciser le rôle de « garantie » défini par Y. Barzel. De manière fondamentale, les capitaux propres constituent un facteur essentiel de l'émergence et de la valorisation d'accords implicites. Lorsque la valeur d'une firme ne repose que sur du capital organisationnel, comme dans le cas envisagé ici, la dette ne peut que modifier l'équilibre organisationnel et détruire de la valeur. La seule manière de retrouver un niveau d'endettement optimal non nul serait, dans le cadre de ce modèle, d'introduire un avantage spécifique à la dette, ce que P. Butt Jaggia, A. Thakor [1994] font par exemple, en utilisant l'économie fiscale associée à la déductibilité des frais financiers.

Il est intéressant de présenter rapidement leur modèle, car il repose également sur la volonté de mettre au cœur de la performance d'une organisation sa capacité à promouvoir des investissements en capital humain spécifique de la part de ses membres. Conformément à l'analyse de V. Crawford [1990], la durée du contrat de travail est supposée avoir une incidence sur le niveau d'investissement spécifique entrepris dans la relation. Face à un problème d'allocation d'effort par le dirigeant entre de l'investissement en capital humain général ou en capital spécifique, le second n'ayant pas de valeur en dehors de la relation alors que le premier en a, il est utile de pouvoir offrir un contrat de long terme, au lieu d'une série de contrats de court terme. Il est même optimal qu'un tel contrat comprenne, dans certains cas, une clause de non-licenciement, destinée à retirer tout risque moral de la part de la firme¹⁰. La nature de l'effort, spécifique ou général, caractérise dans l'analyse le degré de spécificité de la firme : plus la spécificité est importante, c'est-à-dire plus l'investissement en capital humain spécifique optimal est fort, plus la pente du salaire offert est élevée¹¹. Par ailleurs, plus la spécificité est forte, moins les profits d'une firme se laissant la possibili-

¹⁰ En effet, la proposition 1 établit que la possibilité de licenciement du dirigeant le conduit à ne pas investir en capital humain spécifique. Un contrat de long terme qui protège le dirigeant contre le licenciement a alors comme fonction de redonner les bonnes incitations, et est proposé dès que le gain marginal qui pourrait être retiré de l'emploi d'un nouveau dirigeant est inférieur à ce qu'il coûterait.

té de licencier sont élevés¹² ; et il existe un niveau de spécificité au-delà duquel il est optimal que celle-ci s'engage à ne plus licencier¹³.

La prise en compte de l'endettement se fait en deux temps. Si l'endettement n'est pas risqué (risque de faillite nul), l'équilibre est inchangé, c'est-à-dire que les engagements contractuels vis-à-vis du dirigeant ne peuvent être modifiés, même s'il est efficient de le faire *ex post*. La prise en compte d'une probabilité de faillite non nulle, à travers un endettement risqué, modifie l'équilibre précédent. En effet, en cas de faillite, le contrôle est transféré à de nouveaux propriétaires, qui ont la possibilité de revenir sur l'engagement initial fait au dirigeant. Si l'endettement permet de revenir à une politique de licenciement efficiente *ex post*, l'incohérence temporelle conduit le dirigeant à renoncer à effectuer l'investissement en capital humain spécifique *ex ante*. Pour obtenir une structure financière avec un certain niveau d'endettement, P. Butt Jaggia, A. Thakor [1994] introduisent les économies fiscales associées à la déductibilité des frais financiers. Il en résulte que le niveau d'endettement optimal décroît avec la spécificité, c'est-à-dire avec le niveau optimal d'investissement en capital humain spécifique.

Ce résultat va dans le même sens que celui obtenu précédemment, en utilisant le concept de capital organisationnel. Toutefois, c'est le droit de contrôle associé aux titres financiers, plus que le droit de priorité sur les flux, qui permet d'obtenir celui-ci. En fait, les contrats à long terme envisagés sont des contrats explicites, et seule une modification du contrôle ou une restructuration importante, à l'occasion d'une procédure de faillite, permettent de revenir sur les engagements effectués¹⁴.

¹¹ Cf. la proposition 2.

¹² Cf. la proposition 3.

¹³ Cf. la proposition 4.

¹⁴ Les citations tirées du Wall Street Journal du 18 janvier 1984, à propos de la faillite de Continental, sont à ce titre intéressantes : « *Bankruptcy lawyers-said the decision favoring Continental- may be taken as a positive sign by other companies contemplating Chapter 11 filing as a way to reduce labor cost* ». « *The Supreme Court said companies filing for reorganisation in Federal bankruptcy court have broad latitude to cancel or alter their labor agreements ; the ruling states that once a company has filed for reorganisation it*

Contrairement à l'analyse du capital organisationnel, les contrats ne sont pas implicites et la faillite est nécessaire pour empêcher la formation des contrats optimaux. En ce sens, l'analyse constitue un prolongement de la théorie des coûts de faillite, visant à rendre endogènes ces derniers. Comme dans la théorie du compromis, la structure financière émerge d'un arbitrage entre les coûts de faillite et les économies fiscales, la fiscalité étant une manière un peu « artificielle » d'introduire à nouveau l'endettement.

La détermination d'une théorie de la structure financière fondée sur le capital organisationnel constitue plus une extension qu'une rupture par rapport aux théories antérieures. Ses prédictions sont en effet cohérentes avec des analyses aussi variées que celle de S. Myers [1977], O. Williamson [1988], mais aussi E Perotti, K. Spier [1992], P. Butt Jaggia, A. Thakor [1994], et même Y. Barzel [1989]. L'intérêt de la notion de capital organisationnel est qu'elle est fondée sur le fonctionnement spécifique des accords implicites, qui sont l'essence même des organisations pour de nombreux économistes. Elle permet ainsi d'inscrire la théorie de la structure financière dans une véritable théorie de la firme, cherchant à rendre endogène la création de valeur. Lorsque la valeur ne repose que sur le capital organisationnel, la théorie est davantage une théorie des capitaux propres, puisque la dette ne peut qu'induire des biais dans le fonctionnement des accords implicites et, par conséquent, dans la valorisation du capital organisationnel. Une première manière d'introduire l'endettement serait de lui prêter un avantage fiscal. Outre que celui-ci est controversé¹⁵, une telle démarche nous écarte de l'objectif de détermination d'une théorie de la structure financière reliée à la spécificité même des organisations. C'est en complétant le modèle simple étudié précédemment, dans lequel le seul actif de l'entreprise est le capital organisationnel, que l'endettement trouve un rôle « naturel ».

can unilaterally ignore its labor contracts even before the bankruptcy judge has acted. »

¹⁵ Voir M. Miller [1977] notamment.

4. Prise en compte des actifs physiques et endettement

Un premier prolongement du modèle précédent consiste à introduire, à côté du capital organisationnel, un actif physique, dans lequel l'actionnaire investit, en plus du salaire qu'il verse à l'employé en début de période de production. Le capital organisationnel tient comme précédemment à l'effort spécifique que l'employé effectue, en relation avec l'actif physique. Le retrait de l'actif physique implique donc la perte du capital organisationnel. De plus, l'actif physique a une valeur de liquidation sur le marché qui diminue s'il est utilisé.

De manière plus précise, le déroulement de la production s'effectue de la manière suivante :

- En $t=0$, l'actionnaire apporte une machine de valeur A , qui vaut A' à la période 1 si elle est utilisée, avec $A > A'$. En revanche, il y a maintien de la valeur en cas de non-utilisation de la machine : il suffit pour atteindre ce résultat que l'actionnaire revende celle-ci en $t=0$, et place les liquidités au taux sans risque. L'actionnaire paie aussi S de salaire à l'employé, lui promettant un bonus B en $t=1$ en cas d'effort, versé à la suite d'une évaluation subjective.

- L'employé apporte son travail et fournit un effort en échange de la promesse de bonus. Il peut recevoir W de manière alternative, qui correspond au salaire de réservation, sans effort spécifique. Il quitte la relation à la période 1, en informant l'employé qui le remplace du respect ou non de la promesse qui lui a été faite¹⁶.

- À la période 1, le revenu R de l'entreprise se réalise¹⁷. L'employé quitte l'entreprise. L'actionnaire a la possibilité de renoncer ou non à payer le bonus et de liquider ou non l'actif. Il peut rester actionnaire de l'entreprise ou céder ses titres sur le marché financier pour une valeur V . La valeur V à $t=1$ dépend du niveau d'effort effectué par l'employé, de la qualité de l'association, mais aussi du respect ou non de la pro-

¹⁶ Si l'employé qui le remplace est déjà présent dans l'entreprise, depuis une période par exemple comme chez C. Bull [1987], la relation repose sur une réputation intra-firme. Sinon, la réputation est une réputation de marché.

¹⁷ R correspond à la réalisation de $X(e)$ pour la période 1.

messe faite à $t=0$. Si l'actionnaire renonce à payer le bonus à $t=1$, la valeur du capital organisationnel est nulle, ce qui revient à dire qu'il décide de liquider l'actif.

Comme dans la deuxième section, il est possible d'indiquer les conditions d'émergence du capital organisationnel *ex ante*. On suppose que la meilleure alternative à la production avec un accord implicite est de liquider l'actif, une production alternative ne générant pas de quasi-rentes et entraînant une dépréciation du capital physique. Si $X(e)$ est l'espérance de revenu avec effort, B est le bonus versé à l'employé et k le taux d'actualisation, alors l'accord implicite est intéressant *ex ante* (à $t=0$) pour l'actionnaire si :

$$(X(e) - B) / k \geq A \quad [1],$$

c'est-à-dire si la valeur de la quasi-rente issue de la production, disponible pour l'actionnaire, est supérieure à la valeur de l'actif physique¹⁸. De même, l'employé accepte le contrat implicite si $U(S, B, C(e)) \geq U(W)$, où W est le salaire de réservation sans effort (relation spot), $C(e)$ le coût de l'effort et U la fonction d'utilité de l'employé.

L'introduction d'un actif physique, implique par rapport à la situation précédente, la possibilité pour l'actionnaire de liquider l'actif à $t=1$. Il est important de regarder si cette possibilité de sortir de la relation par liquidation de l'actif physique, après avoir renoncé au versement du bonus, n'implique pas une incohérence temporelle qui nuit à la valeur de l'accord implicite. En effet, l'accord implicite émerge si l'on anticipe *ex ante* qu'il crée de la valeur pour les deux parties, et s'il est protégé *ex post* d'une appropriation de valeur par l'une des parties. Dans la section précédente, les conditions même d'existence de l'accord implicite garantissent la cohérence temporelle de l'accord. La prise en compte de la possibilité de liquider l'actif à $t=1$ rendent celles-ci insuffisantes : la cohérence temporelle de l'accord et donc son existence sont remises en cause, comme le montre le raisonnement suivant.

¹⁸ Un rapporteur signale très justement que certains résultats reprennent des formes standards de la littérature financière. Par exemple, la condition [1] peut être interprétée comme une exigence de VAN positive.

La valeur de l'entreprise pour l'actionnaire s'il ne liquide pas est $R - B + (X(e)-B)/k$ (en $t=1$). Deux choix s'offrent en effet à l'actionnaire : soit il liquide l'actif et ne verse donc pas le bonus, soit il conserve ses titres (ou les revend). Or ses titres n'ont de valeur que s'il verse le bonus, et leur valeur dépend alors des revenus nets du bonus $R - B$ supposés non distribués et de la valeur actuelle des quasi-rentes anticipées $(X(e) - B)/k$ ¹⁹. Ainsi les composantes de la valeur de la firme pour l'actionnaire et pour l'employé sont respectivement $R - B + (X(e)-B)/k$ et B . La politique de liquidation optimale *ex ante* doit être fixée de manière à ce que la liquidation n'intervienne que lorsque la valeur globale est inférieure à la valeur de liquidation, soit : $R - B + (X(e)-B)/k + B < A' + R$, qui peut s'écrire $(X(e)-B) / k < A'$ [2] après simplification²⁰.

La confrontation de la condition [1], condition d'émergence de l'accord implicite, de la condition [2], condition de liquidation optimale, et de l'hypothèse de dépréciation de l'actif physique, a une implication importante. Les conditions s'écrivent en effet :

$$[1] (X(e)-B)/k \geq A$$

$$[2] (X(e)-B)/k < A'$$

$$[3] A \geq A'$$

Ainsi la condition [1] et l'hypothèse [3] impliquent que la condition [2] n'est jamais vérifiée, c'est-à-dire qu'il n'est jamais optimal de liquider. La politique de liquidation optimale *ex ante* (à $t=0$) correspond, par

¹⁹ Comme dans le modèle de C. Bull, on pose une hypothèse de stationnarité des anticipations de revenus. Cela signifie que la réalisation du revenu à $t=1$ ne modifie pas les anticipations quant au niveau futur des revenus.

²⁰ La condition de liquidation optimale concerne la possibilité de liquidation à la période $t=1$. Il est intéressant de noter qu'elle équivaut à liquider l'actif lorsque sa valeur A' (revenant à l'actionnaire) est supérieure à la valeur retirée par l'actionnaire de la continuation. La condition de liquidation, qui repose sur une règle de maximisation de la richesse jointe de l'employé et de l'actionnaire, est donc compatible *ex ante* avec la maximisation du gain privé de l'actionnaire. De plus, en supposant que la valeur de l'actif soit A'' en $t=2$, la condition de liquidation optimale pour la période 2 s'écrit de même : $(X(e)-B)/k < A''$. Sous l'hypothèse que l'actif continue à se déprécier entre $t=1$ et $t=2$, c'est-à-dire que $A'' < A'$, la condition de liquidation pour $t=2$ est nécessairement vérifiée. La condition [2] est donc une condition suffisante pour caractériser des politiques de liquidation optimales au-delà de la période 1 (sous hypothèse que les revenus anticipés sont stationnaires, et que l'actif se déprécie).

conséquent, à un engagement des actionnaires de ne jamais liquider, puisque l'existence même de l'accord implicite garantit qu'il n'est jamais optimal de le faire.

Toutefois, *ex post*, les actionnaires ont intérêt à liquider l'actif lorsque la valeur des actions est inférieure à la valeur de liquidation pour eux, c'est-à-dire lorsque :

$$R - B + (X(e)-B) / k < A' + R, \text{ soit : } (X(e)-B) / k < A' + B \text{ [4]}$$

Contrairement à la condition de liquidation *ex ante*, la condition de liquidation *ex post* peut être vérifiée. En effet, en reprenant la condition [1], et en la combinant à la condition [4], on peut écrire que la liquidation est choisie *ex post* lorsque :

$$[5] A \quad (X(e)-B)/k < A' + B$$

La liquidation ne dépend pas de la réalisation du revenu R , et sous l'hypothèse émise précédemment que la valeur du capital organisationnel est indépendante de la réalisation de R , elle est toujours choisie *ex post* lorsque la condition [5] est remplie. Ainsi lorsque [5] est vérifiée, les conditions *ex ante* de réalisation d'un accord implicite sont réunies, mais l'existence d'un actif physique conduit à une liquidation *ex post* systématique, qui empêche la formation de l'accord implicite *ex ante*²¹. La condition implique, d'une part, que la dépréciation $A-A'$ soit inférieure au bonus B et, d'autre part, que la différence entre les valeurs de continuation et de liquidation en période 1, soit inférieure au bonus B .

Il est, à ce niveau du modèle, intéressant d'effectuer une analogie entre celui-ci et celui de S. Titman [1984]. Il est en effet possible d'assimiler le bonus aux coûts des effets externes que la liquidation fait peser sur les clients en termes de rupture de service ou de garantie. La situation où la valeur de continuation est juste comprise entre la valeur de liquidation pour l'actionnaire et la valeur de liquidation augmentée des coûts des effets externes, caractérise justement la situation d'incohérence temporelle chez Titman. Une structure financière adaptée permet alors de résoudre l'incohérence temporelle, en faisant appa-

²¹ Sous cette condition, il y a incohérence temporelle dans la politique de liquidation, remettant en cause l'existence même de l'accord implicite.

raître une dette égale à la valeur de liquidation et des actions de priorité d'une valeur égale au montant des coûts des effets externes. Les actionnaires n'ont alors jamais intérêt à liquider ; et ce sont les créanciers qui, lorsqu'ils prennent le contrôle de l'entreprise suite à la faillite, décident de liquider l'actif, seulement lorsqu'il est optimal de le faire. La question est : est-il possible dans le modèle développé précédemment d'éliminer l'incohérence temporelle en choisissant *ex ante* une structure financière adaptée ?

En fait, il existe plusieurs différences entre le modèle de S. Titman et celui reliant le capital organisationnel et la structure financière présenté précédemment. La première différence tient au fait que S. Titman s'intéresse à des contrats explicites alors que notre modèle repose sur des contrats implicites, qui nécessitent des conditions particulières d'existence *ex ante*. La deuxième différence est que la valeur de continuation est indépendante du respect ou non des contrats explicites, alors qu'elle dépend fondamentalement du respect de l'accord implicite : toute rupture dans le paiement du bonus promis entraîne une perte de capital organisationnel et donc de valeur. C'est d'ailleurs à cette condition que l'accord implicite peut émerger *ex ante*, puisque sans celle-ci, il ferait systématiquement l'objet d'une incohérence temporelle ; alors que l'accord explicite est toujours honoré en dehors de la faillite et de la liquidation de la firme. L'extension du raisonnement de S. Titman au cas des accords implicites nécessite donc une attention particulière.

Le résultat obtenu précédemment est que la condition $(X(e)-B)/k < A'+B$ est nécessaire et suffisante pour que l'actionnaire choisisse la liquidation *ex post*. La prise en compte de la condition d'existence d'un accord implicite permet de préciser que $A < A'+B$ est une condition nécessaire à la liquidation. En effet, si $A \geq A'+B$, la liquidation ne peut induire aucun effet externe sur l'employé parce que l'accord implicite ne peut tout simplement pas exister. Le cas qui présente une incohérence temporelle est donc celui où $A < (X(e)-B)/k < A'+B$ qui est la condition [5] définie précédemment. Il s'agit du cas où l'accord est économiquement viable *ex ante* mais ne se réalise pas en raison d'une incohérence temporelle. Une structure financière adaptée permet-elle de lever celle-ci comme chez S. Titman ?

Dans le cas sans endettement, la valeur en $t=1$ est $R - B + (X(e)-B)/k$ en cas de continuation et $A' + R$ en cas de liquidation. Des montants de dette A' ou $A'+B$ ne modifient pas l'intérêt de la liquidation, car les revenus nets de l'actionnaire sont respectivement de R et $R - B$ ²², et sont supérieurs aux valeurs de continuation diminuées du remboursement de la dette (respectivement $R - B + (X(e)-B)/k - A'$ et $R - B + (X(e)-B)/k - A' - B$)²³. Un montant de dette $A' + R$ permettrait de retirer tout intérêt à la liquidation pour l'actionnaire, mais n'est pas envisageable. En effet, R n'est pas connu en $t=0$ et, par conséquent, un titre de valeur de remboursement fixe ne peut être émis. Supposons donc que l'on puisse émettre des titres préférentiels sans droits de vote, qui permettent de percevoir R à $t=1$ et ne donnent pas la possibilité de liquider. Dans ce cas, la valeur des capitaux propres vaut avec certitude : $(X(e)-B)/k + R - B - A' - R = (X(e)-B)/k - A' - B < 0$ à $t=1$, puisque c'est le cas même où le problème d'incohérence temporelle se pose, envisagé justement ici. *Ex ante*, les actionnaires ne peuvent choisir une structure financière qui les conduise à une valeur systématiquement négative de leurs capitaux propres à $t=1$. Le problème d'incohérence temporelle apparaît, par conséquent, impossible à résoudre par une structure financière adaptée, lorsqu'un actif physique est introduit. Cela signifie que l'accord implicite tel qu'il est défini ne peut fonctionner lorsque les différents paramètres, $X(e)$, B , A , A' et k vérifient la condition [5]. L'extension de l'analyse de S. Titman à un modèle d'accord implicite

²² En effet, nous venons de rappeler que le revenu pour l'actionnaire en cas de liquidation est $A' + R$ lorsque l'endettement est nul. Un endettement de A' (respectivement $A' + B$) conduit donc bien à un revenu pour l'actionnaire de R (respectivement $R-B$).

²³ Dans les deux cas on a :

$$\begin{array}{cc} \text{revenu de l'actionnaire en cas de liquidation} > \text{revenu en cas de continuation} \\ (1) & (2) \end{array}$$

En effet :

-si la dette vaut A' , $(1)-(2) = R - [R-B+(X(e)-B)/k-A'] = - (X(e)-B)/k + (A'+B) > 0$ par hypothèse,

-si la dette vaut $A'+B$, $(1)-(2) = R - B - [R-B+(X(e)-B)/k - A' - B] = - (X(e)-B)/k + (A'+B) > 0$ par hypothèse,

La dette ne change rien fondamentalement au fait de liquider *ex post*.

n'est donc pas automatique. Toutefois, le raisonnement mené repose sur une hypothèse particulière, qui est que le revenu courant n'a pas d'incidence sur les anticipations du surplus futur. Que se passe-t-il lorsque le surplus spécifique et donc la valeur du capital organisationnel se révèlent inférieurs à ce qui était anticipé ?

5. Renégociation de l'accord implicite et endettement

Dans les modèles d'accords implicites, l'environnement est supposé stationnaire, c'est-à-dire que la valeur de l'association est fixe. Par exemple, dans le modèle précédent, la valeur du capital organisationnel à $t=1$ est indépendante de la réalisation du revenu à $t=1$, c'est-à-dire qu'il n'apporte pas d'information sur la qualité de l'association. Dans ce contexte, l'endettement ne peut que modifier la répartition *ex post* du surplus, et ne peut résoudre l'incohérence temporelle dans la politique de liquidation. L'endettement a donc un impact négatif ou, au mieux, neutre sur la valeur.

En fait, il est possible de compléter le modèle précédent, en posant les fondements d'une dynamique des accords implicites et du capital organisationnel. Dans celle-ci, les anticipations sur la qualité de l'association peuvent évoluer en fonction des résultats, en raison d'une incertitude initiale sur celle-ci ou d'une évolution de l'environnement. Or, le cadre de référence envisagé précédemment n'offre pas véritablement de réponse à ces questions. En tant qu'accords implicites, par opposition à explicites, les contrats envisagés pourraient permettre une flexibilité plus importante, en autorisant par exemple des renégociations temporaires des rémunérations²⁴ en cas de difficultés conjoncturelles. Toutefois, dans le modèle développé précédemment, toute rupture de promesse, dans le paiement du bonus, par exemple, est considérée comme une appropriation de surplus par l'employeur, et conduit inévitablement à une perte complète de valeur du capital organisationnel. Ceci provient du fait que l'environnement est considéré comme stationnaire,

²⁴ La renégociation porte sur le bonus B qui fait partie de la rémunération de l'employé, au même titre que le salaire versé en $t=0$.

et donc que la règle du jeu définie *ex ante* reste valable *ex post*. Or, si la culture d'entreprise et la confiance plus généralement peuvent être interprétées comme des accords implicites, ne devraient-ils pas justement permettre d'offrir des règles simples de partage du surplus en cas d'évolution de l'environnement ou de la qualité de l'association ? La question soulevée est celle d'une renégociation optimale de l'accord implicite. Elle est particulièrement cruciale lorsque l'accord génère un surplus moins élevé que ce qui était prévu initialement, mais supérieur au surplus issu d'une relation de marché (*a priori* nul). En effet, sans mécanisme permettant une modification de l'accord initial, celui-ci est rompu et la valeur détruite, ce qui est sous-optimal. L'objectif de cette section est de montrer que l'endettement offre justement une possibilité de renégociation de l'accord implicite, qui permet d'éviter de rompre celui-ci et, par conséquent, de détruire de la richesse pour l'actionnaire et les employés. L'intérêt du recours à l'endettement réside dans sa capacité à allouer différemment le surplus entre les actionnaires et les employés, sans toucher à la règle sur laquelle repose le fonctionnement des accords implicites.

Pour préciser par un modèle cette intuition sur le rôle de l'endettement, il est utile de repartir d'un modèle simple d'accord implicite, proche de la structure proposée par C. Bull [1987]. Considérons ainsi un modèle dans lequel des générations d'employés se succèdent dans une firme, deux générations successives partageant une période de travail commune. Ainsi à $t=0$, des employés sont embauchés pour deux périodes, et ils reçoivent un bonus à $t=2$ s'ils ont effectué un effort sur les deux périodes. La première période correspond à une période d'investissement spécifique des employés, la production ayant lieu en deuxième période²⁵. En $t=1$, des « jeunes » employés sont embauchés, également pour deux périodes, suivant un accord implicite similaire. Les jeunes observent à $t=2$ si les « seniors » reçoivent leur bonus, avant d'effectuer eux-mêmes un effort en troisième période. Le fait de ne pas verser le bonus est considéré comme une tricherie sanctionnée par une

²⁵ L'investissement spécifique nécessite un effort particulier en première période, et le résultat économique dégagé en deuxième période dépend du niveau d'investissement spécifique et de l'effort effectué en deuxième période.

absence d'effort des jeunes. Si l'environnement est stationnaire, le modèle est semblable au cas précédent, sauf que la réputation se construit à l'intérieur de la firme et non à l'extérieur, l'idée étant que les jeunes ont davantage d'informations sur le paiement du bonus s'ils sont dans la firme. En $t=0$, les employés et les actionnaires concluent un accord implicite parce qu'ils ont des anticipations suffisamment positives sur la valeur du surplus spécifique qui lui est associé. Lorsqu'ils sont embauchés, les jeunes employés ne connaissent pas les anticipations initiales sur lesquelles repose l'accord implicite, établi en $t=0$. L'observation du versement du bonus agit comme un signal de la valeur réalisée du surplus. Trois cas peuvent alors être envisagés :

- si le revenu est conforme aux anticipations ou si les anticipations ne sont pas révisées suite à l'observation du résultat²⁶, le modèle est identique au cas exposé dans la section précédente ;

- si le revenu est supérieur aux anticipations, les actionnaires ont intérêt à payer le bonus promis pour inciter les jeunes à l'effort : ils retiennent de l'accord implicite un revenu supérieur à ce qu'ils avaient initialement anticipé ;

- si le revenu est inférieur aux anticipations, plusieurs scénarios sont envisageables, en fonction du niveau de résultat. Les scénarios extrêmes, revenus juste inférieurs ou très inférieurs aux anticipations initiales, ne sont pas très intéressants puisqu'ils conduisent respectivement au maintien de la relation dans les conditions initiales (les anticipations ne sont pas révisées) ou à la liquidation (l'accord implicite n'est pas viable). Le cas intéressant est celui où le maintien de l'accord initial (absence de renégociation du bonus promis à l'avenir) incite les actionnaires à la liquidation, alors que l'accord est économiquement viable, c'est-à-dire qu'il génère un surplus spécifique par rapport à des relations de marché. Supposons que le bonus versé aux employés prenne la forme d'une fraction F (%) du résultat net, et que le résultat net révisé est $X(e)$. La

²⁶ Cette éventualité, pour être cohérente avec le fonctionnement de l'accord implicite, doit par exemple signifier qu'un événement imprévu a pu affecter le niveau de revenu (choc non anticipé), mais que l'on n'envisage pas qu'il puisse se reproduire à l'avenir. Les anticipations formulées en $t=0$ sont alors inchangées.

richesse collective en cas de maintien de l'accord est $X(e) + X(e)/k$ et, en cas de liquidation, $X(e) + A'$. Si $X(e)/k < A'$ [1], il est donc optimal de liquider. Toutefois, la richesse de l'actionnaire est $(1 - F) X(e)/k + (1 - F) X(e)$ en cas de continuation et $X(e) + A'$ en cas de liquidation. Les actionnaires ont donc intérêt à liquider dès que :

$$(1 - F) X(e)/k + (1 - F) X(e) < X(e) + A'$$

soit $X(e)/k (1 - F(1+k)) < A'$ [2].

La comparaison des conditions [1] et [2] révèle l'absence de convergence entre la règle de maximisation de la richesse globale et celle de maximisation des gains privés des actionnaires lorsque le revenu *ex post* est tel que : $X(e)/k (1 - F(1+k)) < A' < X(e)/k$ [3]. En effet, sous cette condition, les actionnaires liquident alors que la décision est socialement sous-optimale. Toutes choses égales par ailleurs, la probabilité que la condition [3] soit vérifiée s'accroît avec le taux d'actualisation et le bonus octroyé aux employés. Ceci s'explique par le fait que la hausse du premier et du deuxième facteur diminue respectivement la valeur du capital organisationnel, et la part de capital organisationnel qui revient aux actionnaires. Si les employés anticipent à $t=0$ que $X(e)$ puisse vérifier la condition [3], le contrat implicite ne peut émerger *ex ante*, parce que les actionnaires choisissent toujours de liquider *ex post* et ne paient donc pas le bonus²⁷. L'objectif de cette section est d'envisager le cas où $X(e)$ vérifie la condition [3] *ex post* (à $t=1$) sans que cette éventualité ne soit anticipée *ex ante* (à $t=0$) : l'accord peut exister à $t=0$, reste économiquement viable à $t=1$ (il génère un surplus spécifique suffisant pour les deux parties), mais est rompu par les actionnaires sans renégociation du bonus promis aux générations futures de salariés (la valeur de liquidation étant sans renégociation du bonus supérieure à $t=1$ à la valeur de continuation pour l'actionnaire).

Une renégociation *ex post* de l'accord implicite peut sembler une solution permettant de maintenir la relation. Elle porte sur F , la part du résultat net qui revient aux employés sous forme de bonus. Toutefois, toute renégociation de F est interprétée par les jeunes comme une rup-

ture de l'accord implicite. En effet, ceux-ci ne savent pas ce qu'étaient les anticipations des actionnaires et des salariés seniors à la période initiale, mais se contentent d'observer si le bonus promis a été payé ou non, ayant pu observer le niveau d'effort à l'intérieur de l'entreprise. Dans ce cas, il est inutile pour les actionnaires de renégocier F puisque les jeunes employés en déduisent qu'ils ne sont pas fiables et n'effectuent alors pas d'effort.

Il est donc fondamental que l'appropriation d'une part plus importante du surplus par les actionnaires se fasse sans renégociation de F , pour que la règle simple sur laquelle repose l'accord implicite ne soit pas violée. Il est vrai que le fait de suivre une telle règle implique une certaine myopie de la part des jeunes employés, qui ne font pas exactement les calculs effectués par les employés seniors en période initiale. Toutefois, deux arguments tendent à justifier l'application d'une telle règle. Le premier argument est que les employés n'ont pas la possibilité de connaître les anticipations qui ont conduit à la forme actuelle de l'accord implicite. Ils peuvent juste vérifier que les seniors ont bien fourni un effort et que le bonus a bien été payé. Le deuxième argument est que les seniors n'ont plus intérêt à se soucier ni de la valeur future de l'entreprise, ni de l'état du marché du travail ; c'est-à-dire ne peuvent pas vérifier que la renégociation du contrat est optimale. La seule chose qui importe aux seniors est de recevoir F , sans se soucier de la valeur révisée du capital organisationnel. Si les actionnaires pensent que les seniors cherchent à anticiper celle-ci, alors ceci ne peut avoir qu'un impact négatif sur leur richesse puisqu'ils prennent alors conscience que l'accord ne peut être viable que par renégociation de F . Les seniors ont donc intérêt à ce que les jeunes observent bien leur niveau d'effort, et à revendiquer la fraction F du profit promise à $t=0$, afin que toute renégociation de F conduise à une défiance de la part des jeunes envers les actionnaires. D'une certaine manière, une rationalité trop forte des seniors à $t=2$ ne peut que les conduire à subir eux aussi la renégociation, et leur intérêt est donc qu'une règle simple soit suivie.

²⁷ On retrouve la situation d'incohérence temporelle de la section précédente.

La structure même de l'information de l'accord implicite conduit les actionnaires à renoncer à faire porter la renégociation sur les salariés seniors, et à éviter de modifier la règle de partage F . La seule manière d'éviter la liquidation est toutefois que les actionnaires puissent retirer des bénéficiaires plus importants de l'association. Une manière d'attribuer une partie du surplus aux actionnaires est de modifier la structure financière à $t=2$, après avoir payé aux seniors la prime $FX(e)$. Supposons en effet que les actionnaires échangent D de capitaux propres contre de la dette à la période 2, remboursable à la période 3, et rémunéré à un taux r . Une telle modification de la structure financière permet aux actionnaires de s'approprier une partie plus importante de la quasi-rente. En effet, les valeurs anticipées de la firme à la date 2 sont :

[a] Sans endettement :

$$(1 - F)X(e) + (1 - F)X(e)/(1+k) + (1 - F)X(e)/k$$

[b] Avec endettement :

$$(1 - F)X(e) + D + (1 - F)(X(e) - D(1+r))/(1+k) + (1 - F)X(e)/k$$

La différence [a]-[b] vaut : $D - [(1 - F)(1+r)/(1+k)]D = D [1 - (1 - F)(1+r)/(1+k)]$

Si $k=r$, c'est-à-dire dans l'hypothèse où $X(e)$ n'est plus considéré comme risqué à $t=2$ par les actionnaires²⁸, la différence entre les valeurs, avec et sans endettement, est de FD . L'appropriation d'une partie supplémentaire de la quasi-rente par les actionnaires doit permettre d'éviter la liquidation à la période 2. Le cas qui correspond à la liquidation sous-optimale est $X(e)/k (1 - F(1+k)) < A'$ (condition [2] définie plus haut dans la section). Pour que l'actionnaire renonce à liquider, il faut que D soit telle que le montant que les actionnaires s'approprient, FD , soit un montant au moins égal à la différence entre A' et $X(e)/k (1 - F(1+k))$, soit :

$$D = 1/F [A' - X(e)/k (1 - F(1+k))]$$

²⁸ Le coût des fonds propres est alors égal au coût de la dette, puisque les flux destinés aux actionnaires et aux créanciers sont alors certains. L'actif physique peut servir de garantie pour le remboursement de la dette D , si les créanciers n'ont pas la même information sur $X(e)$ que les actionnaires. Ceci se justifie par le fait qu'il s'agit du revenu d'un accord implicite, spécifique aux deux parties, pour lequel, par essence, l'information d'un tiers est plus faible.

La dette permet ainsi aux actionnaires de rendre de nouveau l'accord implicite attractif par rapport à la liquidation, en allouant une part plus importante du surplus aux actionnaires. Cette solution est optimale si, compte tenu des investissements spécifiques de la deuxième génération de salariés, ceux-ci continuent de recevoir un salaire supérieur au salaire de réservation, après renégociation. Contrairement à E. Perotti, K. Spier [1993], la dette ne sert pas de moyen de pression dans la négociation qui oppose les salariés et les actionnaires, à travers la menace de sous-investissement, mais permet au contraire le maintien d'un accord implicite créateur de richesse pour les deux parties²⁹.

6. Implications empiriques de la théorie organisationnelle et conclusion

La théorie organisationnelle de la structure financière, présentée à travers le modèle précédent, a deux implications empiriques majeures.

La première implication est que la performance courante et la capacité à créer de la richesse à l'avenir, sont inversement reliées au niveau d'endettement. Lorsque la performance issue de l'accord implicite est conforme aux prévisions, l'endettement n'a pas de raison d'être et ne peut qu'empêcher la formation du capital organisationnel. En revanche, lorsque la performance est faible, l'endettement émerge parce qu'il permet une réallocation des quasi-rentes et le maintien des accords implicites. Une manière d'interpréter cette prédiction empirique est de dire

²⁹ Dans le modèle développé, le transfert *ex post* en faveur des actionnaires ne doit pas masquer le fait qu'ils retirent également un surplus moindre que ce qui était anticipé à $t=0$. La dette permet de maintenir *ex post* un accord implicite, générant certes moins de valeur que ce que les deux parties avaient anticipé initialement, mais continuant néanmoins à procurer un surplus pour les deux parties, par rapport à la liquidation (et un retour à des relations de marché). Dans le modèle de E. Perotti et K. Spier, la dette conduit à un simple transfert de richesse si les salariés n'anticipent pas le comportement opportuniste des actionnaires. Si celui-ci est anticipé, des coûts associés à la mise en place de mécanismes visant à l'éviter conduisent à une destruction de richesse. L'endettement a donc une incidence positive sur la richesse jointe dans le modèle présenté dans cette sec-

que le niveau d'endettement est inversement relié à la valeur du capital organisationnel. En effet, la capacité à générer des rentes, et donc le niveau de performance, provient de l'existence de capital organisationnel dans ce modèle.

La deuxième implication empirique est que l'endettement s'accroît avec la valeur de liquidation. L'argument premier n'est pas qu'une valeur de liquidation élevée permet un financement plus facile par dette, du côté de l'offre de crédit ; mais que la probabilité de remettre en cause l'accord implicite *ex post* est inversement reliée à la valeur de liquidation A' . Dans le modèle, plus A' est élevée, plus la condition de liquidation sous-optimale a de chance d'être remplie, impliquant une utilisation de la dette plus fréquente. Par ailleurs, le calcul précédent de la valeur de D révèle que le montant d'endettement est lié positivement à A' . La prédiction empirique attendue est donc bien un lien positif entre la valeur de liquidation de l'entreprise et le niveau de la dette.

Les prédictions issues de la théorie organisationnelle ne sont pas fondamentalement différentes des prédictions issues des théories de l'agence, informationnelle ou des coûts de transaction. L'ensemble d'opportunités d'investissement, central dans la théorie de l'agence, est une manière différente d'aborder la création de richesse, dont les fondements réels sont recherchés dans l'analyse du capital organisationnel. De même, les accords implicites génèrent et fonctionnent grâce à des sources de surplus spécifiques, très similaires à la notion d'actifs spécifiques de O. Williamson [1988]. Enfin, l'essence même des accords implicites suppose une asymétrie d'information entre ceux qui participent ou non à la relation. Or, comme dans les théories contractuelles « classiques », la théorie organisationnelle donne une place importante au financement interne. Tout comme celui-ci est privilégié lorsque le niveau d'opportunités d'investissement, les asymétries d'information ou la spécificité des actifs sont élevés ; il est également important lorsque la valeur d'une firme repose largement sur du capital organisationnel.

Cependant, une rupture importante par rapport aux approches antérieures est que l'on cherche à rendre endogène la création de valeur, et

tion, alors qu'elle ne peut avoir qu'une incidence négative dans le modèle de E. Perotti et K. Spier.

que la prise en compte simultanée de la politique d'endettement et du capital organisationnel révèle des liens de causalité plus compliqués que ceux envisagés auparavant. Dans la théorie du *free cash flow* de M. Jensen [1986] par exemple, les firmes ayant peu d'opportunités d'investissement et dégageant de forts *free cash flows* se financent par dette. Dans la théorie organisationnelle, un tel financement peut empêcher la firme de construire des accords implicites avec ses *stakeholders*, qui sont à l'origine de son ensemble d'opportunités d'investissement et de sa capacité à générer de la valeur. La prise en compte de la dynamique propre à une organisation conduit donc à une remise en cause des enseignements issus de la théorie de l'agence étroite, qui repose sur une vision très statique de la valeur.

Si les tests empiriques doivent permettre de discriminer entre ces théories, la convergence relative de leurs prédictions tend à rendre le travail difficile. Deux manières de distinguer les théories existent toutefois. Une première manière consiste à trouver des différences, même marginales, dans les prédictions empiriques issues des théories alternatives. Par exemple, dans la théorie de l'agence, comme dans la théorie organisationnelle, le niveau d'endettement est relié négativement à la capacité future de générer de la valeur, qui provient d'opportunités d'investissement pour la première, et du capital organisationnel créé avec les *stakeholders* pour la seconde. Toutefois, les deux théories ont des prédictions opposées en ce qui concerne le lien entre l'endettement et la performance courante. Dans la théorie du *free cash flow*, le niveau d'endettement est associé positivement à la performance courante ; il permet d'externaliser un *free cash flow* important, lorsque la performance est élevée et les opportunités d'investissement faibles. En revanche, dans la théorie organisationnelle, l'endettement tend à être associé négativement à la performance courante, conformément à l'analyse menée précédemment du rôle de l'endettement dans le maintien du capital organisationnel lorsque la performance est faible. Un certain nombre d'études empiriques récentes, réalisées sur données américaines [C. Smith, R. Watts 1992], européennes [C. Moussu, C. Thibierge 1997], ou internationales [R. Rajan, L. Zingales 1995], obtiennent des résultats compatibles avec la théorie organisationnelle,

trouvant un lien négatif entre le niveau d'endettement et les mesures de création de valeur et de performance.

Une deuxième manière est de rechercher des approximations du capital organisationnel et de tester directement le lien entre ces variables d'approximation et la structure financière. Les modèles de réputation de qualité de produits, fondés sur l'établissement d'accords implicites mutuellement bénéficiaires entre une firme et ses clients, servent parfois à justifier l'existence de dépenses de publicité, pouvant servir à approximer le capital organisationnel associé à la relation clients. De même, deux grandes formes d'accords implicites en matière de relation d'emploi existent : les politiques de rémunération différée et les salaires d'efficacité. Ces deux formes sont souvent considérées comme concurrentes, dans la mesure où elles reposent sur les mêmes sources spécifiques de surplus et où elles ont des objets identiques : la sélection des meilleurs employés, l'incitation à l'effort ou à l'accumulation de capital humain spécifique. Empiriquement robustes, ces formes particulières d'accords salariaux constituent des mesures du capital organisationnel associé à la relation d'une firme avec ses employés. Si les liens entre chaque forme d'accord et la structure financière peuvent par ailleurs être approfondis d'un point de vue théorique, l'introduction de variables financières dans le fonctionnement des contrats de travail peut offrir des éclairages nouveaux sur l'émergence de ces formes concurrentes d'accords. Le croisement de champs théoriques disjoints, la structure financière et les contrats de travail, peut ainsi se révéler d'autant plus riche qu'il contribue à l'avancée de chacun d'eux.

Bibliographie

- Baker G., Gibbons R., Murphy K. [1994], «Subjective Performance Measures in Optimal Incentive Contracts», *Quarterly Journal of Economics*, p. 1125-1156.
- Baker G., Gibbons R., Murphy K. [1997], «Implicit Contracts and the Theory of the Firm», NBER, Working Paper 6177.
- Barzel Y. [1989], *Economic Analysis of Property Rights*, Cambridge University Press.

- Becker G. [1962], « Investment in Human Capital: A Theoretical Analysis », *Journal of Political Economy*, vol. 70, October, p. 9-49.
- Blair M. [1997], « Firm Specific Human Capital and the Theory of the Firm », The Brookings Institution, Working Paper.
- Brennan M. [1995], « Corporate Finance Over the Past 25 Years », *Financial Management*, vol. 24, n° 2, Summer, p. 9-22.
- Bull C. [1987], « The Existence of Self-Enforcing Implicit Contracts », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 102, p. 147-159.
- Butt Jaggia P., Thakor A. [1994], « Firm-Specific Human Capital and Optimal Capital Structure », *International Economic Review*, vol. 35, n° 2, May.
- Carmichael L. [1989], « Self-Enforcing Contracts, Shirking, and Life Cycle Incentives », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 4, Fall, p. 65-83.
- Chandler A. [1992], « Organizational Capabilities and the Economic History of the Industrial Enterprise », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 6, n° 3, Summer.
- Charreaux G. [1998], « La Mesure de Performance des Entreprises », *Banques et Marchés*, n° 34, mai-juin, p. 46-51.
- Cornell B., Shapiro A. [1987], « Corporate Stakeholders and Corporate Finance », *Financial Management*, Spring, p. 5-14.
- Crawford V. [1990], « Relationship-specific Investment », *The Quarterly Journal of Economics*, May.
- Hutchens R. [1989], « Seniority, Wages and Productivity : a Turbulent Decade », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 3, Fall, p. 49-64.
- Jensen M., Meckling W. [1976], « Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, p. 305-360.
- Jensen M. [1986], « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers », *American Economic Review*, vol. 76, p. 323-329.
- Kreps D. [1990], « Corporate Culture and Economic Theory », in J. Alt, K. Shepsle (Eds), *Perspectives on Positive Political Economy*, Cambridge University Press, p. 90-143.

- Lazear E. [1979], « Why is there Mandatory Retirement ? », *Journal of Political Economy*, vol. 87, December, p. 261-284.
- Lazear E. [1981], « Agency, Earnings Profiles, Productivity and Hours Restrictions », *The American Economic Review*, vol. 71, n° 4, p. 606-620.
- Maksimovic V., Titman S. [1991], « Financial Policy and Reputation for Product Quality », *The Review of Financial Studies*, vol. 4, p. 175-200.
- Miller M. [1977], « Debt and Taxes », *Journal of Finance*, vol. 32, p. 261-275.
- Moussu C., Thibierge C. [1997], « Politique financière, opportunités d'investissement et actifs incorporels en Europe : théorie et étude empirique », *Banque et Marchés*, n° 30, septembre-octobre, p. 6-21.
- Myers S. [1977], « Determinants of Corporate Borrowing », *Journal of Financial Economics*, p. 147-175.
- Myers S. [1990], « Still searching for the Optimal Capital Structure », in R. Kopcke, E. Rosengren (Eds) « Are the Distinction Between Debt and Equity Disappearing ? », Federal Reserve Bank of Boston Conference Series n° 33, p. 80-95.
- Myers S. [1998], in Vanderbilt University Roundtable on « The Capital Structure Puzzle », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 11, n° 1, Spring.
- Myers S., Majluf N. [1984], « Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have », *Journal of Financial Economics*, June, p. 187-221.
- Nelson R., Winter S. [1982], *An Evolutionary Theory of Economic Change*, Cambridge, Bknap Press of Harvard University Press.
- Perotti E., Spier K. [1993], « Capital Structure as a Bargaining Tool : The Role of Leverage in Contract Renegotiation », *American Economic Review*, vol. 83, n° 5, December, p. 1131-1141.
- Rajan R., Zingales L. [1995], « What Do we Know About Capital Structure ? Some Evidence from International Data », *Journal of Finance*, vol. 50, n° 5, p. 1421-1460.
- Shapiro C. [1983], « Premiums for High Quality Products as Rents to Reputation », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 98, November.

Shapiro C., Stiglitz J. [1984], «Equilibrium Unemployment as a Discipline Device », *American Economic Review*, vol. 74, p. 433-444.

Shleifer A., Vishny R. [1992], «Liquidation Values and Debt Capacity, a Market Equilibrium Approach », *Journal of Finance*, vol. 47, n° 4, p. 1343-1366.

Smith C., Watts R. [1992], « The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies », *Journal of Financial Economics*, vol. 32, n° 3, December, p. 263-292.

Stulz R. [1990], «Managerial Discretion and Optimal Financing Policies », *Journal of Financial Economics*, vol. 26, p. 3-27.

Titman S. [1984], «The Effect of Capital Structure on Firm's Liquidation Decision », *Journal of Financial Economics*, vol. 13, p. 137-151.

Williamson O. [1988], « Corporate Finance and Corporate Governance », *Journal of Finance*, vol. 43, n° 3, p. 567-590.